

**JOHANN WOLFGANG GOETHE-UNIVERSITÄT
FRANKFURT AM MAIN**

FACHBEREICH WIRTSCHAFTSWISSENSCHAFTEN

Andreas Hackethal / Reinhard H. Schmidt

Finanzsystem und Komplementarität

**No. 50
April 2000**



WORKING PAPER SERIES: FINANCE & ACCOUNTING

Andreas Hackethal / Reinhard H. Schmidt*

Finanzsystem und Komplementarität

**No. 50
April 2000**

Universität Frankfurt

ISSN 1434-3401

* Dr. Andreas Hackethal ist wissenschaftlicher Mitarbeiter an der Wilhelm Merton Professur für Internationales Bank- und Finanzwesen am Fachbereich Wirtschaftswissenschaften der Johann Wolfgang Goethe-Universität und Manager bei Andersen Consulting.

Reinhard H. Schmidt ist Professor für Betriebswirtschaftslehre, insb. Internationales Bank- und Finanzwesen am selben Fachbereich.

Adresse: Sophienstr. 44 (ab etwa August: Mertonstr. 17), 60487 Frankfurt am Main, Tel. 069-79828269, Fax 069-79828272, e-mail: Andreas.Hackethal@ac.com und rschmidt@wiwi.uni-frankfurt.de

Finanzsystem und Komplementarität

März 2000

Zusammenfassung

Wenn man untersuchen möchte, ob sich die Finanzsysteme verschiedener Länder im Verlauf der letzten Jahre aneinander angeglichen haben oder demnächst angleichen werden, braucht man ein Konzept zur Beschreibung von Finanzsystemen, durch das *wesentliche* Strukturen, deren Unterschiede und Veränderungen erkennbar werden, ohne dabei in "Systemgeschwafel" (D. Schneider) abzugleiten. Wir haben dafür das Konzept der Komplementarität als nützlich identifiziert. Der Beitrag stellt dieses Konzept vor und soll und seine Eignung belegen. Letztlich geht es dabei auch um die Frage, ob reale Finanzsysteme konsistente Systeme mit komplementären Elementen darstellen.

Nach der Vorstellung der formalen Konzepte der Komplementarität und der Konsistenz wird "das Finanzsystem" auf seine Komplementarität untersucht. Dazu wird ein Finanzsystem aus der Sicht von Unternehmen des nichtfinanziellen Sektors als ein System gekennzeichnet, das aus drei Teilsystemen besteht. Das erste Teilsystem ist das Finanzierungssystem einschließlich Finanzsektor und Mustern der Unternehmensfinanzierung, das zweite das Corporate Governance-System und das dritte das Unternehmens-Strategie-System.

Für alle drei Teilsysteme wird – allgemein und mit Bezug auf die Finanzsysteme Deutschlands, Japans und der USA – gezeigt, inwieweit die Elemente der betreffenden Teilsysteme untereinander komplementär sind, und geprüft, ob sie in ihren Ausprägungen auch konsistent sind, d.h. wirklich "zueinander passen". Untersucht wird auch die Komplementarität und Konsistenz zwischen den Teilsystemen selbst.

Der Beitrag endet mit Überlegungen über die Anwendung des Komplementaritätskonzepts. Dass ein Finanzsystem die Eigenschaft der Komplementarität aufweist, hat nicht nur weitreichende Implikationen für die Methodik der Analyse von Finanzsystemen, sondern auch für die Vorhersehbarkeit der Entwicklung von Finanzsystemen und damit für die Wahrscheinlichkeit einer Konvergenz von Finanzsystemen, für deren Effizienzeigenschaften und für die Möglichkeiten, Finanzsysteme durch gestaltende Eingriffe zu verbessern.

Finanzsystem und Komplementarität

März 2000

Abstract

Being able to identify the essential features of financial systems is an important precondition to carrying out any sound assessment of whether the financial systems of different countries are truly different, have become more similar in recent years, or are likely to converge in the future. For this purpose, it is necessary to recognise that financial systems are indeed systems and must be discussed as such, but without lapsing into scientifically meaningless "Systemgeschwafel" (or "systems waffle", as D. Schneider has called it).

We have found the concept of complementarity to be very helpful in this respect. Two elements of a given system are considered complementary if there is potential for a higher value of one element to increase the marginal value contribution of the other element. If this potential is fully exploited, a system is called coherent. An important implication of this concept is that there can be more than one coherent system comprising the same set of complementary elements, but with clearly distinct values of these elements.

After presenting the concepts of complementarity and coherence, and the specific indicators used to quantify them, the paper moves on to apply these concepts by analysing real-world financial systems. For the specific purposes of this paper, financial systems are construed as consisting of three subsystems. They are: enterprise financing, including relevant aspects of the financial sector; corporate governance; and corporate strategy.

The paper demonstrates that, in financial systems in general, each of the three subsystems is composed of complementary elements, and that in the German, the Japanese, the British and the US financial systems, the subsystems are largely coherent. It is then shown that the three subsystems are also complementary to one another and, in the case of the four countries in question, that they also form coherent overall systems.

The paper concludes by demonstrating that the concept of complementarity has far-reaching implications for all efforts to shape, and possibly improve, the structure of financial systems, and even more important implications for how financial systems function. If complementarity is strong, there is a real possibility that the convergence of real-world financial systems, which many practitioners and scholars currently believe will take place, is a convergence towards an inefficient system.

Keywords: *Complementarity, financial systems, convergence*

JEL classification: *G30, P51*

„[A] firm's strategy, like its investment capability, depends to some extent on the nature of the financial system. This system does not merely allocate money, it also holds property rights which enable it to oversee the way money is spent or even to take part in the resource-creating process.“ (OECD, 1995)

I. Problemstellung

Der vorliegende Beitrag präsentiert eine Methodik für die Beschreibung und Analyse von Finanzsystemen, demonstriert ihre Anwendbarkeit und zeigt, dass ihre Anwendung wichtige Beiträge zur Prognose der Entwicklung von Finanzsystemen und zur Finanzsystemgestaltung leisten kann.

Im Gegensatz zu einzelnen Aspekten und Teilen von Finanzsystemen und zu den konkreten Finanzsystemen einzelner Länder sind Finanzsysteme *als Gesamtgebilde und im allgemeinen* in der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur bisher kaum zum Thema gemacht worden.¹ Dafür gibt es eine Reihe von Gründen: Finanzsysteme sind sehr komplex und schwer abzugrenzen, und darum sind sie auch theoretisch schwer "in den Griff zu bekommen". Die Beschäftigung mit Systemen ist wissenschaftlich heikel, denn sie birgt die Gefahr, in "Systemgeschwafel"² abzugleiten. Hinzu kommt die durch die immer noch vorherrschende neoklassische Wirtschaftstheorie nahegelegte Vermutung, dass Finanzsysteme als Ansammlungen institutioneller Gegebenheiten, die zudem weitgehend konstant sind, praktisch nahezu irrelevant sind. Damit wären sie auch theoretisch uninteressant.³

Unter dem Einfluss von Globalisierung und europäischer Integration scheinen die nationalen Finanzsysteme allerdings derzeit starken Veränderungen unterworfen zu sein. Damit ist die Konstanzvermutung als ein Grund für die Vernachlässigung entfallen. Außerdem haben King/Levine und La Porta et al. in mehreren stark beachteten Aufsätzen nachgewiesen, dass die konkrete Ausgestaltung und die Qualität des Finanzsystems wichtige Determinanten der wirtschaftlichen Lage und Entwicklung eines Landes sind.⁴ Damit trifft auch die Irrelevanzvermutung nicht zu.

¹ Die Arbeiten von Merton/Bodie (1995) bzw. Crane (1995), Thakor (1996) und Allen/Gale (2000) gehören zu den Ausnahmen. "Finanzsystem" findet sich weder im Stichwortverzeichnis des New Palgrave Dictionary of Money and Finance (Newman et al., 1992) noch des Handwörterbuchs des Bank- und Finanzwesens (Gerke/Steiner, 1995).

² Vgl. Schneider (1985) S. 218f.

³ Diese Einschätzung der Irrelevanz des Finanzsystems gilt nicht nur für die "herkömmliche" neoklassische Theorie, sondern ähnlich auch für die sogenannte neuere Wachstumstheorie. So schreibt Romer, die Einführung des Finanzsystems in wachstumstheoretische Modelle "*would only obscure the analysis*" (zitiert nach Winkler, 1999, S. 84).

⁴ Vgl. z.B. La Porta et al. (1997, 1998), King/Levine (1993, 1993a).

Es bleibt allerdings das Problem, dass das Thema schwer greifbar ist. Genau hier knüpft der vorliegende Beitrag an. Er enthält einen Vorschlag, wie Finanzsysteme sowohl allgemein wie auch im Fall einzelner Länder beschrieben und analysiert werden können. Diese Methodik erlaubt es, der Beantwortung der folgenden Fragen einen Schritt näher zu kommen:

- Was sind die wesentlichen Grundstrukturen von Finanzsystemen?
- Was macht ein Finanzsystem zu einem System?
- Wodurch lassen sich gute - und erst recht schlechte - Finanzsysteme kennzeichnen?
- Wodurch unterscheiden sich Finanzsysteme in grundlegender Weise, und wann verändern sie sich in ihren Grundzügen?
- Sind reale Finanzsysteme wichtiger Industrieländer auch Systeme in dem spezifischen noch zu erläuternden Sinne?
- Und welche Implikationen hat dies gegebenenfalls für die Entwicklung und die Gestaltbarkeit dieser Finanzsysteme?

Im Mittelpunkt des vorzustellenden methodischen Ansatzes steht das Konzept der Komplementarität. Dieses Konzept bildet den Schlüssel zum Verständnis der Grundstruktur und der Funktionsprinzipien von Finanzsystemen und anderen, ähnlich komplexen Systemen.

Im Abschnitt II erläutern wir, was wir unter einem Finanzsystem verstehen. Wir verwenden bewusst einen sehr weiten Begriff, der mehr umfasst als den – in der Literatur oft auch als Finanzsystem bezeichneten – Finanzsektor, und der die Verbindungen zwischen dem Finanzsektor und den realen Sektoren einer Volkswirtschaft erfassbar macht. Wir betrachten das Finanzsystem als zusammengesetzt aus Teilsystemen. Deren Elemente wie auch die Teilsysteme selbst stehen untereinander in einer Beziehung, von der wir vermuten, dass sie die Eigenschaft der Komplementarität besitzt. Deshalb stellen wir anschließend das Konzept der Komplementarität in allgemeiner Form vor. Vereinfacht ausgedrückt liegt Komplementarität vor, wenn es für die Funktionsweise und die Funktionsfähigkeit eines Systems entscheidend darauf ankommt, dass dessen Elemente gut aufeinander abgestimmt sind.

Im Abschnitt III wenden wir das Konzept der Komplementarität an, um Finanzsysteme zu beschreiben und ihre Funktionsweise zu analysieren. Wir weisen sowohl allgemein als auch für konkrete Finanzsysteme großer Industrieländer die Komplementarität zwischen Elementen innerhalb der drei Teilsysteme eines Finanzsystems und zwischen den drei Teilsystemen selbst nach. Damit wollen wir unsere methodische These belegen, dass sich mit Hilfe dieses Konzepts gehaltvollere Beschreibungen und ein tieferes Verständnis von Finanzsystemen erreichen lassen als mit herkömmlichen Finanzsystembeschreibungen und dass Komplemen-

tarität mehr ist als eine interessante Denkfigur: Komplementarität lässt sich empirisch nachweisen, und deshalb sind auch weitergehende Anwendungen des Komplementaritätskonzepts möglich. Auf diese gehen wir im Abschnitt IV ein. Zuerst untersuchen wir, wie sich Finanzsysteme verändern. Komplementarität kann dazu führen, dass sich Finanzsysteme ganz anders entwickeln, als man ohne Berücksichtigung der Komplementarität erwarten würde. Anschließend betrachten wir die Folgen, die Komplementarität für die Möglichkeit hat, Finanzsysteme durch wirtschaftspolitische Eingriffe zu gestalten. Es zeigt sich, dass mit Hilfe des Komplementaritätskonzeptes substantielle Prognosen und weitreichende Politikempfehlungen generiert und dabei gängige Vorstellungen in Frage gestellt werden können.

Der Beitrag schließt mit einer Zusammenstellung unserer eigenen Vorbehalte gegenüber den Implikationen, die unser Konzept nahelegt. Doch schon vorweg wollen wir nachdrücklich betonen, dass die folgenden Überlegungen zum Teil spekulativ und explorativ sind und bewusst für das vorgestellte Konzept werben. Sie sind als Hypothesen methodischer und sachlicher Art zu verstehen, sie enthalten angreifbare Generalisierungen und Idealisierungen, und wie alle Hypothesen können sie natürlich auch falsch sein.

II. Grundbegriffe

1. Finanzsystem

Es empfiehlt sich, den engen Begriff des Finanzsektors und den weiten Begriff des Finanzsystems zu unterscheiden. In einer Betrachtung anhand volkswirtschaftlicher Sektoren ist der Finanzsektor derjenige Teil einer Ökonomie, der den anderen Sektoren Anlage- und Finanzierungsmöglichkeiten und damit verbundene Beratungs- und Vermittlungsleistungen anbietet. Er umfasst insbesondere Banken, andere Finanzintermediäre und organisierte Finanzmärkte (Börsen).

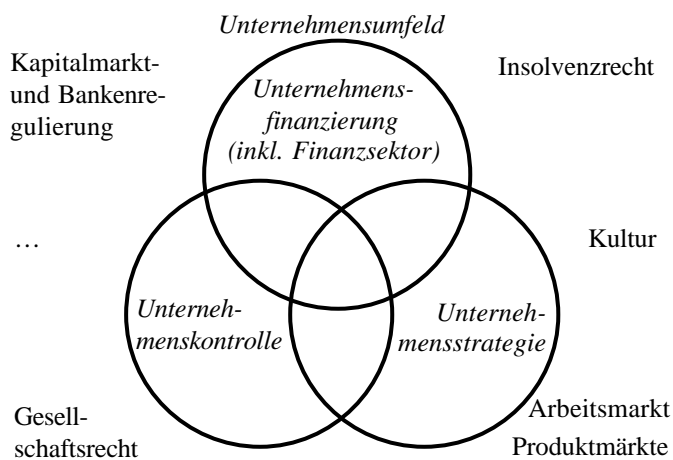
Das Finanzsystem lässt sich generell als Interaktionssystem von Angebot und Nachfrage nach Kapitalüberlassung und anderen finanzbezogenen Leistungen kennzeichnen. Es schließt außer der Angebotsseite, dem Finanzsektor, auch die Nachfrageseite ein. Dem Finanzsektor stehen als Nachfrager die Haushalte, die Vermögen bilden, und die Unternehmen gegenüber, die Kapital benötigen, um zu investieren.⁵ Die nichtfinanziellen Sektoren sind aber nicht nur insoweit Teil des Finanzsystems, als sie die Leistungen des Finanzsektors in Anspruch nehmen, sondern auch soweit sie nicht als Nachfrager auftreten oder zum Zuge kommen: Zur

⁵ Selbstverständlich ist auch der Staat Teil des Finanzsystems – und zwar als Anbieter und zugleich als Nachfrager sowie in der Rolle des Gestalters und Regulierers des Finanzsystems. Hier wie auch vielfach in den folgenden Ausführungen verzichten wir aber bewusst auf Vollständigkeit in Aufzählungen, weil sie die Darstellung unnötig belasten würde.

Kennzeichnung eines Finanzsystems gehört nämlich auch darzustellen, in welchem Ausmaß Unternehmen als Investoren und Defiziteinheiten sich direkt bei Haushalten und anderen Überschusseinheiten finanzieren bzw. Selbstfinanzierung im weiten Sinne betreiben und wie sehr Haushalte durch Realinvestitionen Vermögen bilden und sich gegenüber Risiken absichern. Diese erste Erweiterung gegenüber dem Konzept des Finanzsektors macht die gesamte, d. h. auch die nicht-monetäre, Vermögensbildung der Haushalte und die gesamte Unternehmensfinanzierung zu einem Teil des Finanzsystems. Betrachtet man das Finanzsystem speziell aus der Perspektive der Unternehmen - wie wir es in diesem Beitrag tun, um die Verbindungen zwischen Finanz- und Realsektoren herausarbeiten zu können - tritt sogar der Finanzsektor als Quelle der Finanzierung hinter die Unternehmensfinanzierung zurück bzw. erscheint als Teil und Determinante davon.

Zwischen den Überschusseinheiten, den Intermediären und den Defiziteinheiten fließen nicht nur Finanzströme. Parallel zu diesen existieren auch Informations- und Einflussbeziehungen. Beide bedingen und bestimmen sich wechselseitig. Im Fall der nichtfinanziellen Unternehmen ist dies besonders ausgeprägt, wichtig und leicht erkennbar: Nur wer informiert ist und

Abb. 1: Das Finanzsystem aus Unternehmenssicht



zumindest einen gewissen Einfluss hat, wird sich bereit finden, ein Unternehmen zu finanzieren. Deshalb ist die Corporate Governance oder Unternehmenskontrolle, verstanden als die Gesamtheit der Regelungen und Mechanismen, die bestimmen, welche Interessengruppen in welcher Weise Einfluss auf die wesentlichen Entscheidungen in den Unternehmen haben, ein Teil des Finanzsystems.

Ihre Einbeziehung erweitert den Inhalt des Begriffs des Finanzsystems beträchtlich und lässt zugleich das bereits angesprochene Abgrenzungsproblem deutlich werden. Obwohl sich dieses Problem dadurch noch mehr verschärft, gehen wir sogar noch einen Schritt weiter und betrachten auch die strategischen Grundausrichtungen der nicht-finanziellen Unternehmen als einen Teil des Finanzsystems. Wie für die vorher genannte Erweiterung spricht auch für diese, dass Unternehmensstrategien in einer quasi-kausalen Wechselbeziehung zu den vorher genannten anderen Teilen des Finanzsystems stehen.

Abb. 1 stellt das Finanzsystems aus der Sicht *eines einzelnen Unternehmens* dar. Es umfasst die drei Teilsysteme Unternehmensfinanzierung *einschließlich* des Finanzsektors, Unternehmenskontrolle und Unternehmensstrategien. Wie die Abbildung erkennbar macht, gehört zum Finanzsystem auch das Umfeld, das das relevante Recht und die Kultur sowie den Arbeitsmarkt und die Produktmärkte enthält. Angesichts der Komplexität und der unvermeidlichen Offenheit des Finanzsystems ist es unverzichtbar, einen Ansatzpunkt zu finden, der es erlaubt, den Gesamtkomplex zu strukturieren und zentrale Aspekte auszuwählen. Diesen Ansatzpunkt liefert nach unserer Einschätzung das Konzept der Komplementarität.

2. Komplementarität und Konsistenz

Komplementarität ist eine Eigenschaft von Beziehungen zwischen Elementen eines Systems, während Konsistenz eine Eigenschaft der Ausprägungen der Elemente eines Systems und damit auch des Systems selbst darstellt. Für die Definitionen von Komplementarität und Konsistenz ist vorauszusetzen, dass es ein Maß gibt, mit dem Systeme in Hinblick auf ihre Wohlfahrtseffekte bewertet werden können, und dass sich die Ausprägung von Merkmalen zumindest in schwacher Form messen lässt, zum Beispiel derart, dass ein Merkmal stärker oder schwächer ausgeprägt ist und/oder dass sich polare Ausprägungen unterscheiden lassen.

Zwei (oder mehrere) Elemente eines Systems sind komplementär zueinander,

- wenn sich die positiven Wirkungen der Elementenausprägungen gegenseitig verstärken und die negativen Auswirkungen gegenseitig abschwächen, d.h.
- wenn eine höhere Ausprägung eines Elements den Vorteil aus einer Erhöhung der Ausprägung des anderen Elements erhöht (et vice versa) und
- wenn es folglich für die "Qualität" oder Funktionsfähigkeit oder den Wert eines Systems darauf ankommt, dass die Ausprägungen der (komplementären) Merkmale aufeinander abgestimmt sind oder, einfach ausgedrückt, dass die Ausprägungen zueinander passen.

Komplementarität impliziert, dass es ein Potenzial gibt, durch aufeinander abgestimmte Ausprägungen der Merkmale einen Vorteil zu erlangen. Die Definition der Komplementarität setzt aber nicht voraus, dass dieses Potenzial genutzt ist. Genau dies erfasst der Begriff der *Konsistenz*: Wir nennen ein System dann konsistent, wenn die Vorteile der Komplementarität genutzt sind und eine kleine Veränderung in der Ausprägung eines oder beider Merkmale keine Verbesserung im Sinne der Ziel- oder Bewertungsfunktion erlaubt.

Ein konsistentes System befindet sich in einem Gleichgewicht. Es ist charakteristisch für den Typus von Systemen, für deren Analyse sich das Konzept der Komplementarität als fruchtbar

erweist, dass es mehrere Gleichgewichte bzw. lokale Optima geben kann. Oft ist es dabei nicht wichtig und mitunter ist es für die in dem System handelnden Akteure auch nicht möglich zu beurteilen, ob ein lokales Optimum auch das globale Optimum darstellt.

Obwohl die Konzepte der Komplementarität und Konsistenz recht plausibel sein mögen und das erfassen, was man auch umgangssprachlich unter einem System versteht, dürfte die folgende formale Kennzeichnung des Komplementaritätskonzepts zum besseren Verständnis der weiteren Ausführungen hilfreich sein.⁶ Das Konzept ist zwar als Teil der allgemeinen Mikrotheorie und speziell der Produktionstheorie bekannt, aber seine neuere Entwicklung bringt gegenüber dem ursprünglichen Konzept wesentliche Erweiterungen.

Für eine stetig differenzierbare (Ertrags-) Funktion ist Komplementarität gleichbedeutend mit positiven Kreuzableitungen der betreffenden Argumente, beispielsweise der Faktoreinsatzmengen in einer Produktionsfunktion. Betrachtet man jedoch eine Funktion, die auch diskrete Argumente (z.B. den Unternehmenswert als Funktion der Arbeitnehmervertretung im Aufsichtsrat) beinhaltet, muss auf die Verbandstheorie (*lattice theory*) zurückgegriffen werden. Diese nennt als eine notwendige Bedingung für Komplementarität, dass der Definitionsbereich der Argumente ein Gitter (*lattice*) aufspannt, d.h. dass parallel zur Erhöhung (Verringerung) einer Variable stets auch die Erhöhung (Verringerung) oder zumindest das Gleichbelassen aller anderen Variablen *innerhalb* des Gitters möglich ist. Ist diese Bedingung erfüllt, dann ist die folgende Bedingung hinreichend für Komplementarität zwischen den Argumenten und die Funktion $\pi(x)$ wird *supermodular* genannt:⁷

$$(1) \quad \pi(\bar{x}) - \pi(x) \geq \sum_i^n [\pi(\bar{x}_i, x_{-i}) - \pi(x)] \quad \text{mit } \bar{x} \geq x.$$

Repräsentiert π z.B. den Ertrag eines Produktionsprozesses, bei dem mehrere komplementäre Faktoren x_i – dargestellt als Elemente der n -dimensionalen Vektoren \bar{x} und x – zum Einsatz kommen, dann sollte der Entscheider stets eine simultane Veränderung aller Einsatzmengen anstreben. Selbst wenn deren Effekt negativ ist, würden bei Komplementarität Einzelveränderungen in ihrer Summe zu höheren Einbußen führen.

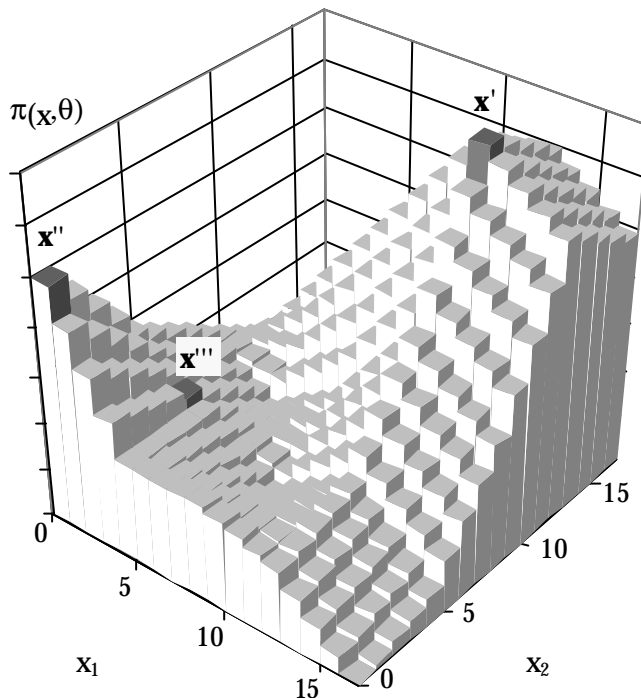
Ein Beispiel für eine supermodulare Funktion zeigt Abb. 2. Bei dieser Funktion übersteigt *in jedem Punkt* die Ergebnisveränderung aus einer simultanen gleichgerichteten Veränderung von x_1 und x_2 die Summe der beiden Ergebnisveränderungen aus den jeweiligen eindimensionalen Veränderungen.

⁶ Eine einfachere, aber weniger exakte formale Illustration der notwendigen Bedingungen für Komplementarität findet sich in Schmidt/Spindler (1999).

⁷ Die methodischen Ausführungen dieses Kapitels sind an Milgrom/Roberts (1995) angelehnt. Für ausführlichere Abhandlungen sei auf Topkis (1998) und Fudenberg/Tirole (1991) verwiesen.

Wie die Abb. 2 erkennen lässt, ist das Konzept der Supermodularität in mehreren Hinsichten allgemeiner als das der Konvexität der herkömmlichen Produktionstheorie. Zum einen setzt es

Abb. 2: Supermodularität einer Ergebnisfunktion



keine Kontinuität der zulässigen Parameterwerte und der Ergebnisfunktion voraus. Zum zweiten kann – und dies ist für das folgende wichtiger – eine supermodulare Funktion mehrere lokale Maxima haben, auch wenn das Ertragsgebirge *als Ganzes* nicht (schwach) konkav ist. Die Maxima können innere Maxima wie x' oder Randmaxima wie x'' in Abb. 2 sein. Im Gegensatz zur konventionellen produktionstheoretischen Darstellung der Ertragsfunktion mit *einem* kontinuierlich ansteigenden Berg kann man sich diesen Fall als

ein Ertragsgebirge mit zwei – jeweils für sich konkaven - Bergen vorstellen, deren Abhänge sich in einer oder auch mehreren Passhöhen treffen.

Wie Konvexität hat Komplementarität zwei Implikationen. Erstens die schon erwähnte, dass simultane Erhöhungen oder Verminderungen vorteilhafter sind als isolierte, und zweitens die, dass bereits das bloße Wissen um die Komplementarität der zugrunde liegenden Beziehung einem Entscheider erlaubt, die Menge der Handlungsmöglichkeiten, aus denen er sinnvollerweise eine auswählen sollte, stark einzugrenzen, ohne Gefahr zu laufen, die (lokal) optimale Parameterkonstellation zu verfehlen.⁸

Noch wichtiger ist aber eine dritte Implikation, die Konvexität gerade nicht hat und die für die Überlegungen im Abschnitt IV relevant ist: Immer dann, wenn das lokale Optimum nicht zugleich ein globales Optimum bildet, führen kleine (gegebenenfalls marginale) abgestimmte oder auch unabgestimmte Änderungen zu schlechteren Ergebnissen als bestimmte große Änderungen wie beispielsweise ein Wechsel von Punkt x'' oder Punkt x''' zu Punkt x' oder in dessen Nähe. Deshalb kann es problematisch sein, wenn Änderungen von Akteuren betrieben

⁸ Befindet sich ein myopischer Entscheider, der den genauen Verlauf der Funktion nicht kennt, wohl aber um deren Supermodularitätseigenschaft weiß, z.B. im Punkt $x'''=(3,4)$, so scheiden 98 der insgesamt 289 möglichen Handlungsalternativen als nicht zielführend aus.

werden, die (1) nur Einfluss auf die Ausprägung einzelner Elemente haben oder denen (2) der Überblick über die Gesamtheit des relevanten Systems fehlt oder die (3) nur kleine Änderungen veranlassen können. Damit kommt der zentralen Koordination von Entscheidungen eine große Bedeutung zu: “[T]here is a strong need for global information, because local information or information based only on low-dimensional experiments will not reveal whether a completely different model would be better”⁹.

III. Komplementarität als Merkmal realer Finanzsysteme

1. Untersuchungsansatz

Ein Finanzsystem lässt sich als eine geordnete Menge von Elementen auffassen. Je nach Perspektive des Betrachters sind einige Elemente, wie das geltende Insolvenzrecht, in ihren Ausprägungen exogen vorgegeben; andere, wie die Finanzierungsmuster, sind von individuellen Akteuren wählbar. Zudem können Elemente danach unterschieden werden, ob sich ihre Ausprägungen auf einer stetigen oder lediglich diskreten Skala anordnen lassen. So gehört die Finanzierungsentscheidung in die erste Kategorie, während die Frage, ob das Gesellschaftsrecht einen Aufsichtsrat als Kontrollorgan für Aktiengesellschaften vorsieht, der zweiten Kategorie zuzuordnen ist. Definiert man zudem ein geeignetes Effizienzmaß für die Funktionsfähigkeit eines Finanzsystems, ließe sich prinzipiell eine Funktion formulieren, die die Finanzsystemeffizienz als Funktionswert und die in die Betrachtung einbezogenen Systemelemente eines Finanzsystems als Argumente umfasst. Darauf aufbauend wäre dann zu prüfen, ob durch die Definitionsbereiche der Argumente ein Gitter aufgespannt wird, und schließlich wäre die Funktion auf Supermodularität zu untersuchen.¹⁰ Gegebenenfalls könnten dann präzise Empfehlungen zur Gestaltung von realen Finanzsystemen abgeleitet werden.

Die für diese Vorgehensweise notwendige Selektion relevanter Systemelemente und die Formulierung einer entsprechenden Zielfunktion setzt jedoch eine detaillierte Vorstellung über die Wirkzusammenhänge in Finanzsystemen voraus, die unser derzeitiges Wissen bei weitem übersteigt. Wir verfolgen deshalb das bescheidenere Ziel zu prüfen, ob sich Finanzsysteme so beschreiben lassen, dass vermutete komplementäre Beziehungen erkennbar werden. Damit testen wir zugleich die methodische Hypothese, dass sich mit dem Konzept der Komplementarität treffende Beschreibungen von Finanzsystemen entwickeln lassen, wie auch

⁹ Milgrom/Roberts (1995a), S. 249

¹⁰ Hackethal/Tyrell (1998) wenden diese Vorgehensweise in einer modelltheoretischen Analyse eines stilisierten Finanzsystems an und zeigen, dass die Beziehungen zwischen der Ausgestaltung des Insolvenzrechts, der typischen Bank-Schuldner-Beziehung, den Publizitätsvorschriften und den Anreizen zum Aufbau unternehmensspezifischen Humankapitals komplementär sind.

die positive Hypothese, dass Komplementaritäten zwischen wichtigen Elementen realer Finanzsysteme wirtschaftlich erfolgreicher Länder existieren.

Es kann mehr als *eine* konsistente Konstellation von Finanzsystemelementen geben. Unterscheiden sich die von uns untersuchten Finanzsysteme in der Weise, dass *alle* oder die meisten betrachteten Elemente in einigen Systemen „hohe“ Ausprägungen annehmen, während *dieselben* Elemente in anderen Systemen allesamt „niedrige“ Werte aufweisen, dann wäre dies ein starker Indikator für Komplementaritäten zwischen eben diesen Elementen.

Im Rest dieses Abschnitts werden nacheinander für jedes der oben in Abschnitt II.1 unterschiedenen und in Abb. 1 dargestellten Teilsysteme von Finanzsystemen zuerst empirische Evidenz und stilisierte Fakten zu hypothetischen Variablen verdichtet und ihre möglichen Wirkungszusammenhänge untersucht und dann die jeweiligen Merkmalsausprägungen zwischen unterschiedlichen Finanzsystemen verglichen. Dadurch wird überprüft, ob tatsächlich konsistente Konfigurationen komplementärer Elemente – und zudem solche mit polaren Merkmalsausprägungen – anzutreffen sind. Der letzte Teil dieses Abschnitts baut auf den aufgedeckten Komplementaritäten innerhalb der Teilsysteme auf und untersucht Komplementaritäten und Konsistenz im gesamten Finanzsystem.

2. Unternehmensfinanzierung: Kapitalmarkt- versus Bankenorientierung

Unternehmen stehen prinzipiell eine Vielzahl verschiedener Finanzierungsinstrumente und Finanzierungsquellen zur Verfügung. Bisher ist jedoch weder theoretisch-normativ noch empirisch geklärt, wie die Finanzierungsstrukturen und –muster in Abhängigkeit von Merkmalen der betrachteten Unternehmen selbst, z.B. Größe, Alter, Profitabilität und Technologie, und ihres Umfeldes, insbesondere die Beschaffenheit des Finanzsektors und der rechtlich-institutionelle Rahmen, aussehen sollten bzw. tatsächlich aussehen.¹¹ Angesichts dieser Situation und angesichts des Ziels dieser Arbeit, zentrale Wirkzusammenhänge zwischen Elementen von Finanzsystemen aufzuzeigen, abstrahieren wir in diesem Abschnitt von unternehmensspezifischen Determinanten und stützen uns auf ein übergeordnetes unterscheidendes Merkmal von Finanzsystemen, nämlich den vorherrschenden Modus der Informationsverteilung und –verarbeitung. Seine zwei polaren Ausprägungen sind die Externalisierung und die Internalisierung unternehmensspezifischer Informationen.

Unter der Externalisierung von Informationen verstehen wir eine Situation, in der die für die Bewertung von Ansprüchen an ein Unternehmen relevanten Informationen der interessierten

¹¹ Vgl. hierzu die divergierenden Ergebnisse von Borio (1990), Frankel/Montgomery (1991) und Rajan/Zingales (1995).

Allgemeinheit zur Verfügung gestellt werden. Diese Informationen betreffen vor allem die Vermögens- und Ertragssituation des Unternehmens und wichtige strategische und personelle Entscheidungen. Internalisierung beschreibt die gegenteilige Situation, in der der Kreis der Informierten begrenzt ist und auch weitgehend vom Unternehmen selbst bestimmt werden kann.

Die allgemeinen Vor- und Nachteile beider Modi liegen auf der Hand: Je breiter die Informationen gestreut sind, desto größer ist die aggregierte Informationsverarbeitungskapazität des aus Sendern und Empfängern der Information bestehenden Systems. Im Falle der Externalisierung ist dies das Preissystem. Plant ein Unternehmen z.B. ein innovatives und mit hoher Unsicherheit behaftetes Projekt, dann setzt die Externalisierung dieser Informationen einen Rückkopplungs-Mechanismus in Gang, der es dem Management erlaubt, seine Erwartungen bezüglich der Vorteilhaftigkeit des Projektes mit den im Aktienkurs zum Ausdruck kommenden Einschätzungen der Allgemeinheit abzugleichen und entsprechend mit Forcierung oder Abbruch des Projektes zu reagieren. Die durch Externalisierung erreichbare Transparenz baut zudem Informationsasymmetrien zwischen Unternehmen und Investoren ab, erhöht die Liquidität von Finanzierungstiteln auf Märkten und mindert *principal-agent* Konflikte und damit tendenziell Finanzierungsrestriktionen.

Dem stehen jedoch Nachteile gegenüber: Auch Wettbewerber erlangen die Informationen, was zur schnelleren Erosion von Wettbewerbsvorteilen führen kann. Dies alleine schließt eine vollständige Externalisierung aus. Außerdem sind die Verteilung von Informationen an viele Empfänger und deren Informationsverarbeitung teuer. Diese Kosten der Externalisierung von Information sind letztlich von den Unternehmen zu tragen.

Die Vor- und Nachteile der Internalisierung verhalten sich spiegelverkehrt. Durch die Beschränkung der Anzahl von Informierten lassen sich, zumal wenn die Empfänger auf die Verarbeitung bestimmter Informationen spezialisiert sind, angemessenere Reaktionen auf die zufließende Information der betreffenden Art erreichen, die Nutzung erfolgskritischer Informationen durch Wettbewerber verhindern und die Informationskosten senken. Da aber gleichzeitig ausgeschlossen ist, dass der enge Kreis an Informierten über ausgeprägtes Wissen zu den Erfolgsaussichten aller potentiellen Projekte und Aktivitäten eines Unternehmens verfügt, ist die Funktionsfähigkeit des Rückkopplungsmechanismus eingeschränkt. Zudem entsteht durch die Beschränkung der Informationsverteilung an wenige potentielle Kapitalgeber ein Informationsgefälle gegenüber Außenstehenden, das das Unternehmen zumindest mittelfristig an diese Kapitalgeber bindet und die Liquidität der betreffenden Finanztitel auf Märkten reduziert.

Beide Modi der Informationsverteilung an Kapitalgeber setzen bestimmte institutionelle Ausgestaltungen des Umfeldes der Unternehmen voraus: Die Externalisierung bedarf eines Aggregationsmechanismus für Informationen. Das ist ein Markt, im Idealfall ein organisierter Kapitalmarkt. Die Internalisierung setzt hingegen voraus, dass es Spezialisten im Sammeln, Auswerten und Geheimhalten von Informationen gibt. Für diese Rolle kommen vor allem Banken in Betracht¹². Je enger der Kontakt zwischen Unternehmen und Bank(en) ist, desto intensiver kann auch der Informationsaustausch sein, und desto besser die Möglichkeit, den Zustand und die Zukunftsaussichten des Unternehmens einzuschätzen. Der Modus der Externalisierung legt eine gewichtige Rolle von Kapitalmärkten im Finanzsektor und eine stärkere Rolle der Kapitalmarktfinanzierung sowie die Einbeziehung vieler Investoren nahe, während sich für die Internalisierung unterentwickelte Kapitalmärkte und eine dominierende Rolle von Banken und eine stärkere Ausprägung der Bankenfinanzierung anbieten. Die Unterscheidung von Informationsexternalisierung und -internalisierung entspricht somit der gängigen Unterscheidung zwischen einem kapitalmarkt- und einem bankendominierten Finanzsystem.¹³

Welche Ausprägung rechtlich-institutioneller Elemente des Unternehmensumfeldes passen zu den beiden Modi der Informationsverarbeitung und der durch sie nahegelegten Struktur des Finanzsektors? Im Rahmen dieser Arbeit können wir nur exemplarisch auf einige wichtige Merkmale eingehen. Zur Ausschöpfung der Effizienzpotenziale der Externalisierung über organisierte Kapitalmärkte sollten die folgenden Elemente jeweils eine „strenge“ bzw. „hohe“ Ausprägung aufweisen:

- (1) informationsfördernde Bilanzierungs- und Publizitätsvorschriften
- (2) Restriktionen für die Verwendung von Insider-Informationen an der Börse
- (3) restriktive Bankenregulierung, insbesondere "*chinese walls*" zur Vermeidung von Informationsvorteilen zu Lasten anderer Marktteilnehmer
- (4) Streuung des Anteils- bzw. Forderungsbesitzes zur Wahrung der Marktliquidität.

Sind diese Merkmale niedrig ausgeprägt, tragen sie tendenziell zur Internalisierung von Informationen bei, und dies nicht nur indem sie die Externalisierung behindern, sondern auch indem sie die Vorteile der Internalisierung für alle Beteiligten erhöhen.

Zumindest die Elemente (1) bis (3) haben in ihren Ausprägungen finanzsystemweite Geltung. Deshalb ist zu erwarten, dass sich das Finanzierungsverhalten der Unternehmen zwischen Finanzsystemen mit „hohen“ und generell „niedrigen“ Merkmalsausprägungen unterscheidet.

¹² Vgl. Rajan (1996), Thakor (1996) und Tyrell (1999).

¹³ Die grundlegende Arbeit zu dieser Klassifikation ist Rybczynski (1984). Zu weiteren Nachweisen vgl. Papenfuß (1999).

Die entwickelten Beziehungen zwischen zu einander passenden oder komplementären Ausprägungen von Mustern der Unternehmensfinanzierung, Strukturen des Finanzsektors und relevanten rechtlich-institutionellen Merkmalen lassen sich auch empirisch belegen. Wir beginnen mit einem Blick auf die Finanzierungsmuster der Unternehmen in Deutschland, Japan und den USA (siehe Tab. 1):

Tab. 1: Finanzierungsmuster deutscher, japanischer und amerikanischer Unternehmen

<i>Land</i>	<i>Sektor</i>	<i>70-74</i>	<i>75-79</i>	<i>80-84</i>	<i>85-89</i>	<i>90-96</i>	<i>70-96</i>
<i>Anteile am Volumen der langfristigen externen Unternehmensfinanzierung*</i>							
USA	Banken	0,51	0,49	0,49	0,46	0,36	0,44
	NBFI	0,36	0,39	0,40	0,41	0,49	0,42
	Haushalte	0,12	0,11	0,07	0,07	0,09	0,09
	Ausland/Staat	0,01	0,02	0,04	0,06	0,06	0,04
	<i>Wertpapiere</i>	0,42	0,42	0,41	0,45	0,48	0,45
Deutschland	Banken	0,80	0,82	0,84	0,82	0,83	0,82
	NBFI	0,14	0,14	0,12	0,13	0,11	0,12
	Haushalte	0,04	0,03	0,03	0,04	0,04	0,04
	Ausland/Staat	0,02	0,01	0,01	0,02	0,03	0,02
	<i>Wertpapiere</i>	0,12	0,09	0,08	0,11	0,13	0,12
Japan	Banken	0,95	0,95	0,95	0,91	0,92	0,93
	NBFI	0,02	0,02	0,03	0,06	0,06	0,05
	Haushalte	0,02	0,02	0,01	0,02	0,01	0,02
	Ausland/Staat	0,01	0,00	0,01	0,00	0,01	0,01
	<i>Wertpapiere</i>	0,10	0,10	0,10	0,15	0,16	0,13

Quelle: Hackethal (2000)

* Auf Basis der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnungen wurden **Bruttofinanzierungsströme** rekonstruiert. Um Verzerrungen durch transaktionsintensive kurzfristige Finanzierungsposten zu vermeiden, wurden ausschließlich Instrumente mit einer Ursprungslaufzeit von mehr als einem Jahr einbezogen. Zudem umfasst die Datenbasis ausschließlich *intersektorale* Finanzierungsströme, so dass z.B. Überkreuzverflechtungen zwischen Unternehmen oder Handelskredite nicht berücksichtigt sind.

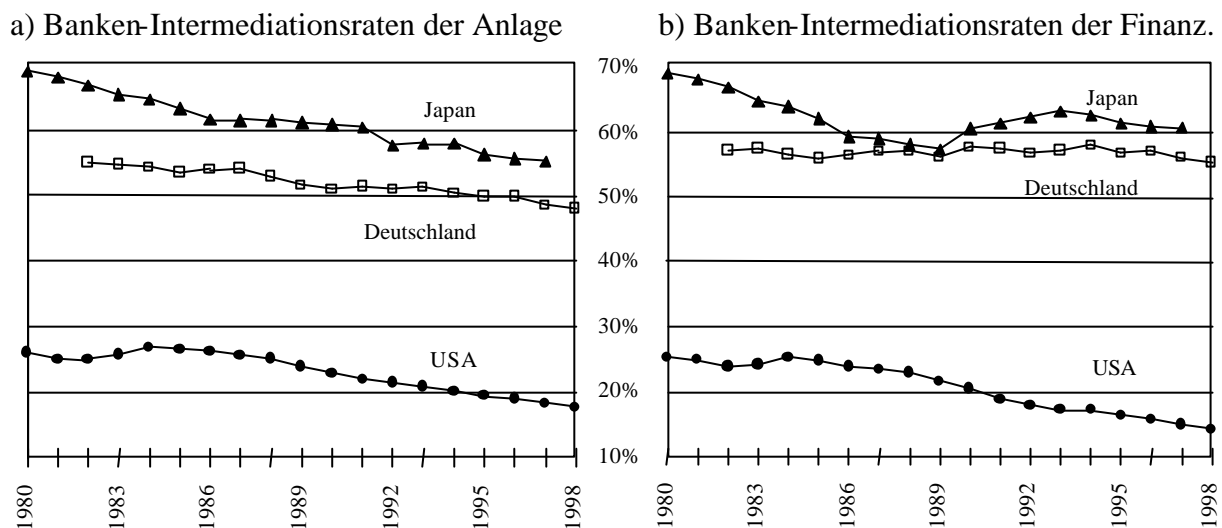
Während zwischen 1970 und 1996 Banken sowohl in Japan als auch in Deutschland eine überragende – und stabile – Rolle bei der Finanzierung von Unternehmen gespielt haben, ging im selben Zeitraum die schon zu Beginn des Untersuchungszeitraums geringe Rolle amerikanischer Banken noch weiter zurück. Bis Mitte der neunziger Jahre sank der Anteil der Unternehmensfinanzierung, der von Banken kam, zugunsten von kapitalmarktnah operierenden Nichtbankfinanzintermediären (kurz NBFI) wie Versicherungen, Investmentfonds und *Finance Companies* auf fast ein Drittel. Gleichzeitig stieg der Anteil der Bruttofinanzierung über verbriefte Instrumente, also vor allem über Anleihen und Aktien, von einem im Ländervergleich ohnehin schon sehr hohen Niveau weiter an, und zwar auf fast 50 Prozent. In Deutschland und auch in Japan war und ist die Bedeutung von organisierten Kapitalmärkten

wesentlich geringer. Sie steuern im Periodendurchschnitt weniger als 15 Prozent zur Unternehmensfinanzierung bei.

Somit bestätigt auch der Vergleich der Finanzierungsmuster¹⁴, dass das amerikanische Finanzsystem kapitalmarktdominiert ist und dass in ihm die Externalisierung von Informationen im Vordergrund steht, während in den bankdominierten Finanzsystemen Deutschlands und Japans die Internalisierung von Informationen die Finanzierungsbeziehungen prägen dürfte.¹⁵

Diese Schlussfolgerung bestätigt sich, wenn man die Rolle der Banken auf Ebene des gesamten Finanzsystems misst und zu diesem Zweck nicht nur die Unternehmenssektoren, sondern sämtliche Nichtfinanzsektoren in die Betrachtung einbezieht.

Abb. 3: Bankenintermediationsraten in Deutschland, Japan und den USA¹⁶



Die Bankenintermediationsrate der Anlage, die in Abb. 3a für die drei Volkswirtschaften Deutschlands, Japans und der USA auf Bestandsbasis dargestellt ist, zeigt an, welcher Anteil der finanziellen Forderungen *aller* Nichtfinanzsektoren (Haushalte, Staat, Unternehmen, Ausland) als Forderungen an Banken oder als Beteiligungen an ihnen gehalten wird. Abb. 3b zeigt die Bankenintermediationsraten der Finanzierung und damit den jeweiligen Anteil von Verbindlichkeiten gegenüber Banken an den sektorübergreifenden Gesamtverbindlichkeiten

¹⁴ Die Berechnungen von Hackethal (2000) unterscheiden sich sowohl in der Methodik als auch im Ergebnis von den in der Literatur oft zitierten Ergebnissen ähnlicher Berechnungen von Mayer (1988) und Corbett/Jenkinson (1997). Zu einem direkten Vergleich siehe auch Hackethal/Schmidt (1999). Corbett/Jenkinson deuten ihr Ergebnis als Hinweis darauf, dass die übliche Einteilung in bank- und kapitalmarktdominierte Finanzsysteme nicht haltbar sei.

¹⁵ Gemäß einer neueren Studie von Friderichs/Paranque/Sauvé (1999) auf Basis von Einzelbilanzdaten ist die Bankendominanz in Deutschland stark und zunehmend stärker negativ mit der Unternehmensgröße (gemessen an der Mitarbeiterzahl) korreliert. Im Jahre 1995 überstieg der Anteil von Bankkrediten an den Gesamtverbindlichkeiten bei Unternehmen mit weniger als 99 Beschäftigten den entsprechenden Anteilswert bei Unternehmen mit mehr als 2000 Mitarbeitern um mehr als 20 Prozentpunkte.

¹⁶ Quelle: Eigene Berechnungen bzw. Hackethal (2000) und Schmidt/Hackethal/Tyrell (1999).

aller Nichtfinanzsektoren. Abermals sind erstaunlich ausgeprägte und über die Zeit hinweg stabile Unterschiede zwischen dem deutschen und japanischen Finanzsystem einerseits und dem amerikanischen System andererseits zu erkennen. Ähnliche Befunde liegen für Großbritannien vor; auch dort sind die Intermediationsraten der Banken stabil und fast so niedrig wie in den USA.¹⁷

Bezüglich der institutionell-rechtlichen Parameter der oben genannten Merkmale (1) bis (4) bestehen ebenfalls ausgeprägte Unterschiede, die sich in das Gesamtbild einfügen. Auf die umfangreiche einschlägige Literatur kann hier nur verwiesen werden.¹⁸ Damit stellen sich die Teilsysteme der Unternehmensfinanzierung einschließlich der Finanzsektoren als konsistente Konfiguration von Elementen mit weitgehend polaren Ausprägungen dar, und somit ist für diesen Teilbereich des Finanzsystems die Vermutung der Komplementarität gestützt.

3. Corporate Governance: *outsider-* versus *insider-Kontrolle*

Noch mehr als das Teilsystem der Unternehmensfinanzierung zwingt das noch komplexere Teilsystem der Unternehmenskontrolle oder Corporate Governance“ dazu, die Betrachtung auf einzelne Aspekte zu beschränken, zu verallgemeinern und zu vereinfachen. Die Komplexität ergibt sich vor allem aus der Definition des Corporate-Governance-Systems, die hier zugrunde gelegt wird: Ein Corporate-Governance-System umfasst die Gesamtheit der Regelungen und Mechanismen, die bestimmen, welche Interessen- oder Stakeholdergruppen, insbesondere (1) die Anteilseigner, (2) die Gläubiger und (3) die Mitarbeiter einer Unterneh-

¹⁷ Vgl. Schmidt/Hackethal/Tyrell (1999).

¹⁸ Empirische Belege in Bezug auf Bedingung (1) finden sich in La Porta et al. (1998). Die Stringenz der Rechnungslegungsvorschriften wird dort anhand eines Indexes bewertet. Der Indexwert für die USA (71) liegt deutlich oberhalb des Durchschnittswertes (67,25) der entwickelten Volkswirtschaften, die Werte für Japan (65) und Deutschland (62) liegen darunter.

Zu (2): Insiderregelungen wurden erst 1994 in Deutschland gesetzlich kodifiziert, Artikel 157 des japanischen *Security Transaction Act* ist der amerikanischen SEC *rule* 10b-5 vom Wortlaut zwar sehr ähnlich, wurde jedoch in der Praxis noch nie angewandt (vgl. Fukao, 1995, S. 117), die amerikanischen Insidervorschriften dagegen haben große praktische Relevanz. Nach Bhidé (1993) vermeiden institutionelle Investoren aus Angst vor den Insiderregelungen bewusst Beteiligungen, die über 10% der Aktien eines Unternehmens hinausgehen würden.

Zu (3): deutsche Universalbanken genießen im Ländervergleich die größten Freiheiten hinsichtlich der Wahl ihrer Geschäftsfelder, amerikanische Banken sind – bzw. waren bis vor ganz kurzem - u.a. durch den *Glass-Steagall Act* und den *Bank Holding Company Act* am meisten eingeschränkt.

Zu (4): Sowohl in Japan als auch in Deutschland sind stabile Überkreuzverflechtungen zwischen Unternehmen, ein relativ hoher Bankenanteil und ein hoher Konzentrationsgrad des Anteilsbesitzes pro Unternehmen die Regel: Während 1995 in den USA die Haushalte (36,4%) und NBFI (31,3%) die wichtigsten Aktionärsgruppen repräsentierten, dominierten in Japan (31,2%) und in Deutschland (42,1%) die Unternehmen. Banken hielten in den USA 0,2%, in Japan 13,3% und in Deutschland 10,3% aller umlaufenden Aktien (Deutsche Bundesbank 1997, S. 29). Ähnlich eindeutig verhält es sich mit der Eigentumskonzentration: In mehr als 85% der 171 größten deutschen Unternehmen gibt es einen Anteilseigner, der mehr als 25% der Stimmrechte auf sich vereint (Franks/Mayer, 1994, siehe auch Böhmer, 1998). Dies schlägt sich auch im durchschnittlichen Anteilswert der jeweils fünf größten Aktionäre nieder: Bei 41 von Prowse (1995) untersuchten deutschen Unternehmen beträgt der Median 37%. Laut dieser Studie liegt der vergleichbare Wert in Japan bei 30% und in den USA nur bei 21%.

mung, in welcher Weise Einfluss auf wesentliche Unternehmensentscheidungen nehmen und dabei ihre Interessen durchsetzen können.¹⁹

In diesem Abschnitt identifizieren wir analog zum vorangegangenen Abschnitt nacheinander jeweils für jede der drei genannten Interessengruppen einen Einflussmechanismus oder -modus mit zwei polaren Ausprägungen und kennzeichnen die konkreten Ausprägungen der komplementären Elemente, die für diesen Modus maßgeblich sind. Abschließend wird untersucht, wie die Einflussmodi der drei Gruppen zusammenpassen.

a) Der Einfluss der Anteilseigner: *liquidity versus control-Orientierung*

Mit der Dichotomie *liquidity versus control*-Orientierung unterscheiden wir zwei Modi, die einen Tradeoff nahelegen und sich in ihrer idealisierten Form durch bestimmte beobachtbare Ausprägungen von Finanzsystemelementen kennzeichnen lassen.²⁰

Mit *Liquidity*-Orientierung bezeichnen wir eine Situation, in der die Anteilseigner *einzig* die Renditeoptimierung ihres Beteiligungsportefeuilles anstreben und damit ausschließlich *unmittelbar* finanzielle Ziele verfolgen. Um ihre Geldanlage diversifizieren und schnell auf neue Informationen reagieren zu können, sind liquiditätsorientierte Anteilseigner vor allem daran interessiert, Aktien problemlos, d.h. schnell und zu einem fairen Preis, kaufen bzw. verkaufen zu können. Der zentrale Mechanismus, der in dieser Situation für die Interessenwahrung der Anteilseigner sorgt, ist der Markt für Unternehmenskontrolle. Verfolgt das Management eine Politik, die den Marktwert des Unternehmens nicht maximiert, besteht prinzipiell ein Anreize für Außenstehende, sich eine Anteilsmehrheit zu beschaffen, das alte Management zu ersetzen und die marktwertmaximierende Strategie umzusetzen. Von einer solchen Kontrolltransaktion würden sowohl die aktiv eingreifenden als auch die passiven Investoren profitieren. Zudem gehen von einem funktionierenden Markt für Unternehmenskontrolle ex-ante-Disziplinierungseffekte auf amtierende Manager aus: Um ihre Arbeitsplätze zu sichern, werden sie rationalerweise eine Politik verfolgen, die eine Übernahme so unattraktiv wie möglich macht. Da dies die marktwertmaximierende Politik ist, handeln eigeninteressierte Manager genau so, wie es sich die Anleger wünschen würden.

Im *Control*-Modus verfolgen die maßgeblichen Investoren typischerweise andere, nicht rein finanzielle oder nicht unmittelbar finanzielle Ziele. Sie streben permanente Beeinflussungs-

¹⁹ Diese Definition ist angelehnt an Hoshi (1998), S. 848, und Schmidt/Tyrell (1997), S. 342. Man beachte, dass sie sich deutlich von den in der amerikanischen Literatur üblichen Definitionen unterscheidet, denen zufolge Corporate Governance nur die Regeln und Mechanismen bezeichnet, durch die die Ausrichtung des Management auf die Aktionärsinteressen sichergestellt werden soll; vgl. dazu z.B. Shleifer/Vishny (1997).

²⁰ Die Dichotomie ist von Bolton/von Thadden (1998) in die Literatur eingeführt worden. Wir folgen der Vorgabe dieser Autoren hier allerdings nicht eng.

möglichkeiten des Managements an, z.B. weil sie langfristige Geschäftsbeziehungen zum betroffenen Unternehmen unterhalten und davon profitieren oder als Gründerfamilie persönlichen Nutzen aus der Einflussnahme ziehen. Dies wird erleichtert, wenn sie beträchtliche Aktienpakete halten. Die Anteilkonzentration mindert ihrerseits die Liquidität der Anteile und würde auch den Markt für Unternehmenskontrolle behindern. Andererseits erleichtert eine Anteilkonzentration den Anteilseignern, weitreichende und nicht für die Öffentlichkeit geeignete Informationen zu erlangen und in formellen Gremien wie einem Aufsichtsrat oder aber auch über informelle Kanäle Einfluss zu nehmen. Damit können sie das Management zumindest auch dahingehend kontrollieren, dass es ihre Interessen berücksichtigt. Die Eigeninteressen einflussreicher Eigentümer dürften in der Regel auch beinhalten, dass das Unternehmen stabil bleibt und wächst.

Die inhärenten Tradeoffs liegen auf der Hand: Diversifikation und Chancengleichheit stehen im *liquidity*-Modus der Gefahr gegenüber, dass sich bei Bedarf kein Aufkäufer findet, der bereit oder fähig ist, wertsteigernd einzugreifen und das Management durch eine Übernahmeforderung zu disziplinieren, und dass das Management über eine sehr weitgehende Autonomie verfügt. Im *control*-Modus sind die Eingriffsmöglichkeiten per se gegeben, jedoch nicht die Chancengleichheit aller Aktionärsgruppen und nicht die strikte Ausrichtung an den finanziellen Zielen *aller* Aktionäre. Das schränkt die Finanzierungs- und die Informationsfunktion des Marktes ein.

Wie im Externalisierungs-Modus der Unternehmensfinanzierung kommt auch im *liquidity*-Modus der Unternehmenskontrolle der effizienten Verarbeitung dezentral vorliegender Informationen die zentrale Rolle zu. Die Menge der Elemente, zwischen denen Komplementaritäten vermutet werden und deren Ausprägungen deshalb in einer ganz bestimmten Form vorliegen müssen, um die Funktionalität eines Systems zu gewährleisten, umfasst zusätzlich zu den vier im letzten Abschnitt angesprochenen Elementen²¹ drei weitere:

- (5) die Stringenz des Übernahmekodex,
- (6) die Einschränkung von Übernahme-Abwehrmaßnahmen, die das amtierende Management ergreifen kann und
- (7) die Funktionsfähigkeit des Arbeitsmarktes für Manager.

Damit der *liquidity*-Modus der Unternehmenskontrolle funktionsfähig ist, müssen diese drei Elemente - genau wie die ersten vier - in ihren hohen Ausprägungen vorliegen. Nehmen die sieben Merkmale hingegen in ihren niedrigen Ausprägung an, wird es für *inside owners*

²¹ Siehe S. 11 und die Zusammenstellung im Anhang.

leichter und attraktiver, die Kontrolle des Managements ausüben. Beide Konstellationen sind konsistent.

Die tatsächlichen, länderspezifischen Ausprägungen der Merkmale (5) und (6) sind schwer überprüfbar, da nicht nur der Inhalt von Gesetzen, sondern auch deren Durchsetzung ausschlaggebend ist.²² In Bezug auf den Arbeitsmarkt für Manager (7) ist aufschlussreich, dass in Deutschland und Japan der Berufung von Top-Managern aus den eigenen Reihen größeres Gewicht zukommt als in Amerika. Interne Arbeitsmärkte binden sowohl den Aufstieg innerhalb der Hierarchie als auch die Höhe der Vergütung an die Zeitdauer der Zugehörigkeit zum Unternehmen, und intern rekrutierte Manager dürften sich eher an den Interessen einflussreicher Eigentümer orientieren.

Wesentlich eindeutiger waren - jedenfalls bis vor kurzem - die Belege bezüglich der Übernahmetätigkeit in den drei Ländern: Nur in den USA ist der Markt für Unternehmenskontrolle und damit der *liquidity*-Modus der Unternehmenskontrolle empirisch relevant.²³

b) Der Einfluss von Banken als Gläubiger: *arm's length versus relationship lending*

Im Abschnitt III.2 wurde gezeigt, dass sich die Rolle der Banken bei der Unternehmensfinanzierung in verschiedenen Ländern wesentlich unterscheidet. Zusätzlich unterscheidet sich die Art oder die Qualität der Bankfinanzierung, und dies vermutlich in Abhängigkeit von den selben zugrunde liegenden Finanzsystemmerkmalen.

Die möglichen Beziehungen zwischen Banken als Gläubigern und Unternehmen als Schuldner lassen sich auch durch eine Klassifikation einteilen, deren Kriterium die Nähe oder Enge der Beziehung ist und deren polare Ausprägungen *arm's length lending* (oder gleichbedeutend *transactional lending*) und *relationship lending* darstellen. Eine enge Beziehung zwischen einer Bank – oder mehreren Banken – und Schuldnerunternehmen bedeutet, dass die Bank oder die Banken Einfluss brauchen und faktisch auch Einfluss haben und somit Teil des Governance-Systems "ihrer" Schuldnerunternehmen sind.

²² Zu (5): La Porta et al. (1999) bewerten lediglich die Übernahmeregelungen in den USA und Großbritannien als streng im Sinne eines Schutz von Minderheitsaktionären und machen diesen Umstand dafür verantwortlich, dass in den anderen 25 Ländern ihrer Studie die Aktien großer Unternehmen typischerweise nicht in Streubesitz gehalten werden. Vgl. ähnlich auch Wenger/Hecker (1995).

Zu (6): Interessanterweise stehen amerikanischen Managern wirkungsvollere *direkte* Abwehrmechanismen zur Verfügung als japanischen und deutschen (vgl. Fukao, 1995, S. 114-117). Unter Umständen sind *indirekte* Mechanismen wie namentlich Überkreuzbeteiligungen aber langfristig wirkungsvoller (Morck/Nakamura, 1993, S. 7).

²³ Prowse (1995) berichtet, dass von sämtlichen amerikanischen Großunternehmen, die 1980 zu den Fortune-500 gehörten, fast jedes zehnte in der Zwischenzeit Ziel einer feindlichen Übernahme wurde. In der gesamten Nachkriegszeit waren dagegen für das deutsche Finanzsystem gerade sechs (Mann, 2000) und für das japanische Finanzsystem sogar keine einzige feindliche (vgl. Kester, 1991) Übernahme zu verzeichnen. Ein ähnliches Bild zeigt sich auch hinsichtlich Fusionen und freundlichen Übernahmen.

Beim *arm's length lending* ist die Beziehung distanziert, d.h. wenig informationsintensiv und zumindest im Prinzip von kurzfristiger Natur; sie bezieht sich nur auf einen begrenzten Geschäftsbereich. Im Falle von Zahlungsschwierigkeiten ist die typische Bank als Gläubigerin weder bereit noch fähig, eine private Sanierung durchzuführen oder zu veranlassen und so den Schuldner vor der Liquidation zu bewahren. *Arm's length lenders* brauchen keinen Einfluss. Ihre Interessen sind durch Verträge und Gesetze und vor allem die Möglichkeit, eine Beziehung schnell zu beenden, hinreichend gesichert.

Relationship lending ist durch eine gegenteilige Ausprägung der Merkmale gekennzeichnet. Sogenannte Hausbanken oder *main banks* sind außerdem oft selbst Anteilseigner der Unternehmen, die sie in starkem Ausmaß finanzieren, und entsenden oft Bankmanager in die Aufsichtsorgane dieser Unternehmen. Die Bandbreite an Transaktionen eröffnet der Bank einerseits den Zugang zu vielfältigen bewertungsrelevanten Informationen und ermöglicht es andererseits, Renten und Quasi-Renten abzuschöpfen. Diese sind wiederum Voraussetzung zur Erbringung einer Leistung, die man als Krisen- oder Liquiditätsversicherung bezeichnen kann: Reichen die internen Mittel des Schuldners nicht zur Finanzierung einer neuen und strategisch wichtigen Investition aus oder droht eine Insolvenz, dann tritt ihm im Idealfall die Bank helfend zu Seite. Das kann durch Nachschießen von Liquidität erfolgen oder durch Unterstützung bei einer außergerichtlichen Sanierung. *Relationship lenders* brauchen und haben Einfluss auf das, was in Unternehmen geschieht, und zwar dann, wenn es den Unternehmen gut geht, und erst recht dann, wenn sie sich in kritischen Situationen befinden.

Vor- und Nachteile beider Arrangements wurden bereits genannt oder angedeutet: Flexibilität bei der Suche nach den besten Finanzierungsbedingungen auf dem Kapitalmarkt (in seinem weitesten Sinne) stehen beim *arm's length lending* der größeren Gefahr eines unversicherten Liquiditätsschocks gegenüber. Beim *relationship lending* kehren sich die Vor- und Nachteile um. Als weiterer Aspekt, dessen Bewertung ambivalent ist, kommt hinzu, dass eine Hausbank aufgrund ihres Interesses an einer langfristigen Beziehung tendenziell an einer Stabilität der Eigentumsstrukturen interessiert sein muss, da diesbezügliche Umwälzungen das Risiko erhöhen, dass das Unternehmen den faktisch weitgehend impliziten Vertrag mit der Bank aufkündigt und dadurch *sunk costs* entstehen.

Bei der exemplarischen Aufzählung der im Kontext von Gläubigerbeziehungen relevanten Elemente kann wie im vorherigen Unterabschnitt an die vier im Abschnitt zur Unternehmensfinanzierung aufgeführten Elemente zurückgegriffen werden. Besonders wichtig ist das dritte Element, denn eine Beschränkung der Geschäftsfelder oder auch nur der möglichen internen Verknüpfungen zwischen den verschiedenen Geschäftsfeldern innerhalb der Bank verringert

die Neigung zum *relationship lending*. Als zusätzliche Merkmale sind die Schuldnerfreundlichkeit des geltenden nationalen Insolvenzrechts und die Intensität des Wettbewerbs zwischen den Banken und zwischen Banken und anderen Teilen des Finanzsektors zu nennen. Ein schuldnerfreundliches Insolvenzrecht erhöht die Bereitschaft einer Bank, ihren Schuldnern faktisch eine Liquiditätsversicherung anzubieten, und ein intensiverer Wettbewerb verringert die Bereitschaft und die Fähigkeit eines Unternehmens, sich glaubwürdig an eine Bank zu binden, und damit auch deren Bereitschaft, in eine langfristige Beziehung zu investieren. Niedrige Ausprägungen der aufgezählten Merkmale begünstigen das *relationship lending*, hohe das *arm's length lending* und mit ihnen eine ausgeprägte bzw. eine schwache Rolle der Banken-Gläubiger bei der Unternehmenskontrolle.

Empirische Evidenz zur Stützung unserer Hypothesen ist schwerer zu finden als im Fall der Unternehmensfinanzierung, weil sich Einfluss schwer erfassen und messen lässt. Einen gewissen Hinweis bietet die bekannte Tatsache, dass deutsche Universalbanken und ähnlich, wenn auch in der Form verschieden, japanische Banken wesentliche Beteiligungen an großen Unternehmen halten und in zahlreichen Aufsichtsräten bzw. ähnlichen Gremien japanischer Unternehmensgruppen vertreten sind. Für die USA gilt das Gegenteil.²⁴ Doch dies dürfte nur einen kleinen Teil ihres Einflusses erfassen. Der größere Teil dürfte über informelle Beziehungen wirksam werden, und dies dürfte bei *relationship lending* bzw. Hausbankbeziehungen stärker der Fall sein als bei *arm's length lending*. Deshalb ist zu fragen, welche Art von Bank-Schuldner-Beziehungen in den drei bisher schon betrachteten Ländern tatsächlich anzutreffen ist. Bei Allen/Gale und Prigge finden sich Verweise auf die wichtigsten Studien, die in ihrer Gesamtheit die These stützen, dass *relationship lending* in Deutschland und Japan verbreiteter ist als in den USA und die Unternehmen in diesen Ländern tatsächlich von der Liquiditätsversicherung durch die Banken profitieren.²⁵ Schenkt man den aktuellsten Studien von Elsas/Krahn und Harhoff/Körting Glauben, dann gilt: „[C]eteris paribus, firms with more concentrated borrowing and long-lasting bank relationships fare better than other enterprises in terms of collateral requirements, interest rates, and credit availability“²⁶. Dies deutet darauf hin, dass die zu Anfang dieses Abschnitts aufgezählten Finanzsystemelemente in Deutschland und Japan in niedrigeren, dem *relationship lending* zuträglicheren Ausprägung-

²⁴ Ende 1993 vereinigten gemäß Hansen (1994) deutsche Banken 34% aller Mandate der Kapitalgeberbanken der 30 DAX-Unternehmen auf sich. Hoshi (1994) berichtet von der in Japan verbreiten Praxis, dass viele *Board*-Mitglieder großer Firmen ehemalige Mitarbeiter der jeweiligen Mainbank sind und sich letztere durch diese Form der langfristigen Entsendung wichtige Einflussrechte sichern kann. In den USA verfügen Banken dagegen typischerweise weder über eine direkte noch eine indirekte *Board*-Repräsentanz (vgl. Roe, 1994).

²⁵ Vgl. Allen/Gale (2000), S. 103-107 und Prigge (1998), S. 1020-1024.

²⁶ Vgl. Elsas/Krahn (1999) und Harhoff/Körting (1999), hier S. 1535.

gen vorliegen als in den USA, und damit auch darauf, dass deutsche und japanische Banken eine wichtigere Rolle in der Unternehmenskontrolle haben als amerikanische.

Der Eindruck bestätigt sich, wenn man die einzelnen Finanzsystemelemente betrachtet, die einem engen bzw. einem distanzierten Verhältnis zwischen Banken und ihren Schuldern entsprechen. Hinsichtlich der Ausprägung der aufgeführten Einzelmerkmale scheint ein deutliches "Gefälle" zwischen dem amerikanischen Finanzsystem und denen Deutschlands und Japans zu bestehen.²⁷

c) Der Einfluss von Mitarbeitern: *outside opportunities versus internal influence*

Wenn Mitarbeiter dem Risiko ausgesetzt sind, durch Unternehmensentscheidungen geschädigt zu werden, brauchen sie Möglichkeiten, ihre Interessen über *internal influence* geltend zu machen. Dies gilt vor allem dann, wenn es für das Unternehmen wichtig ist, dass sie ihre Interessen *nicht* dadurch wahren, dass sie sich Abwanderungsmöglichkeiten oder *outside opportunities* verschaffen, mit ihrer Nutzung drohen und sie gegebenenfalls auch nutzen.

Die neuere Literatur über Unternehmensstrategien führt langfristige Wettbewerbsvorteile vor allem auf immaterielle und schwer transferierbare Ressourcen wie firmenspezifisches Wissen und eben solche Fähigkeiten der Mitarbeiter zurück (Hall, 1993). Es liegt deshalb prinzipiell im Interesse von Management und Eigentümern, dass Mitarbeiter firmenspezifisches Humankapital entwickeln.²⁸ Zu diesem Zweck muss das Management glaubhaft ausschließen können, den Mitarbeitern z.B. durch eine Gehaltssenkung die Quasi-Renten aus ihren Investitionen in spezifisches Humankapital zu entziehen. Eine Möglichkeit dazu ist die Gewährung und Absicherung von Einflussrechten auf wichtige Unternehmensentscheidungen für Mitarbeiter bzw. ihre Vertreter. Damit ist dieses Thema unmittelbar mit der Unternehmenskontrolle verbunden. In Deutschland sind solche Rechte durch die Mitbestimmung auf Unternehmens- und Betriebsebene gesetzlich vorgeschrieben, aber, wie es scheint, inzwischen auch weithin als sinnvoll akzeptiert, genau weil sie diesen Schutz- und Anreizeffekt haben.²⁹ Die Duldung unternehmensbezogener Gewerkschaften, die sich stark für den Schutz qualifizierter Arbeitnehmer einsetzen, ist wiederum für japanische Großunter-

²⁷ Das zeigt sich insbesondere an der unterschiedlichen Ausrichtung des Insolvenzrechts und der Insolvenzpraxis in den betrachteten Ländern. Vgl. dazu La Porta et al. (1997), Fukao (1995), S. 123, zum Vergleich der Insolvenzrechte und Kaiser (1996), S. 78 zur Rolle von Banken bei Sanierungen.

²⁸ Die Analogie zum Verhältnis zwischen Kapitalgebern und Management ist offensichtlich. Vgl. hierzu Boot/Macey (1998), S. 17: „[C]orporate governance systems work to reassure suppliers of capital. Among the more important and illusive sorts of capital is firm-specific human capital.“

²⁹ Vgl. Kommission Mitbestimmung (1998). Dass die Mitentscheidungsrechte auch faktisch genutzt werden, ergab eine Befragung des Instituts der deutschen Wirtschaft unter deutschen Managern: Immerhin die Hälfte der Befragten halten die Arbeitnehmervertreter für ein wichtiges Mitentscheidungsorgan in ihren Betrieben (vgl. Frankfurter Rundschau, 2000).

nehmen typisch (Kanda, 1998, S. 938). Eine zweite Gruppe von Bindungs- und Anreizmechanismen basiert vor allem auf Reputationseffekten. Dazu gehören z.B. die Garantie einer lebenslangen Beschäftigung, die Zusage einer mit der Dauer der Betriebszugehörigkeit und dem Qualifikationsgrad anwachsenden Entlohnung und eine vorrangige Rekrutierung von Führungskräften aus den eigenen Reihen. Solche Versprechen sind um so glaubwürdiger, je besser ihre Verletzung für andere Stakeholder, die ihrerseits Interesse an der Erhaltung des Wertes ihrer beziehungspezifischen Investitionen haben, beobachtbar ist und je mehr sie dazu führen würde, dass diese Investitionen zum Schaden des Unternehmens eingeschränkt werden. Itoh (1994) präsentiert eine Fülle empirischer Belege dafür, dass derartige Mechanismen in Japan wesentlich verbreiteter sind als in den USA.

Eine höhere Fluktuation deutet darauf hin, dass es weniger gelingt, Mitarbeiter zu binden und sie zu spezifischen Investitionen zu veranlassen. Laut Abraham/Houseman (1993) ist die mittlere Fluktuation in amerikanischen Unternehmen tatsächlich höher als in deutschen. Eine Reihe empirischer Untersuchungen bestätigt die daraus ableitbare Vermutung, dass das Niveau an firmenspezifischem Humankapital in Deutschland höher ist als in den USA.³⁰

Auch die Wahrung von Mitarbeiterinteressen durch den Modus der *outside opportunities* hat Vorteile. Die Unternehmen können flexibler, z.B. durch Entlassungen und anschließenden Zukauf neuen Knowhows, auf neuartige Technologien und veränderte Marktbedingungen reagieren und Mitarbeiter stärker leistungsabhängig entlohnen; und die Mitarbeiter finden im Durchschnitt schneller eine neue Stelle, wenn sie entlassen werden oder selbst kündigen.

Die Merkmale (1) längere bzw. kürzere Beschäftigungsverhältnisse, (2) stärkere bzw. schwächere Möglichkeiten der Unternehmen zur Selbstbindung, (3) stärkere bzw. schwächere Anreize zur Bildung von spezifischem Humankapital bzw. (4) ein höheres oder niedrigeres Niveau an spezifischem Humankapital, (5) ein inflexibler bzw. ein weniger inflexibler Arbeitsmarkt und (6) größeres Interesse an Einfluss auf Unternehmensentscheidungen und schließlich (7) eine stärkere oder schwächere Rolle der Mitarbeiter bei der Unternehmenskontrolle gehen Hand in Hand. Sie bilden konsistente Konstellationen von Merkmalsausprägungen. Hohe Ausprägungen aller Merkmale begünstigen den *inside influence* Modus, niedrige Werte den *outside options* Modus.³¹

³⁰ Vgl. Harhoff/Kane (1997), Acemoglu (1996) und MacDuffie/Kochan (1995).

³¹ Aus rein technischen Gründen ist es für die folgenden Ausführungen sinnvoll, die Skalen umzudefinieren, auf denen die Merkmalsausprägungen gemessen werden, so dass eine *niedrige* Ausprägung aller *inversen* Merkmale den *inside influence* Modus begünstigt.

d) Synopse

Wir beenden unsere Diskussion der Unternehmenskontroll-Systeme mit einer Gesamtschau der sechs angesprochenen Modi der Corporate Governance für die drei Stakeholdergruppen der Anteilseigner, der Gläubiger und der Mitarbeiter. Im Falle Deutschlands und Japans sprechen die meisten vorgestellten empirischen Belege und stilisierten Fakten dafür, dass die Modi *control*, *relationship lending* und *inside influence* verbreiteter sind, während sie im Falle der USA auf eine Dominanz von *liquidity*, *arm's length lending* und *outside opportunities* als Modi der Interessenwahrung hindeuten.

Damit ist in den beiden ersten Ländern mit konzentrierten Anteilseignern, Hausbank bzw. *mainbank* und Mitarbeitern der Kreis der Stakeholder mit Einflussmöglichkeiten einerseits enger abgesteckt als in den USA, weil er faktisch auf Personen beschränkt ist, die dem Unternehmen nahe stehen. Andererseits ist der Kreis in so fern weiter, als er mehrere Stakeholdergruppen umfasst. Alle Stakeholder mit Einflussmöglichkeiten sind im Prinzip gut informiert und haben ein gemeinsames Interesse an der Erhaltung des Unternehmens und an seinem Wachstum. In anderen Hinsichten sind ihre Interessen aber deutlich gegensätzlich.³²

Eine solche Konstellation erfordert eine Austarierung von Einflußmöglichkeiten, damit keine Stakeholdergruppe einseitig benachteiligt werden kann, und eine Unternehmenssteuerung über Kooperation, da es für alle Beteiligten problematisch und teuer wäre, wenn eine Gruppe die *Exit*-Option für sich wählen würde. Die Unternehmensverfassung ist durch hohe Konfliktintensität und einen impliziten Einigungszwang gekennzeichnet. Das erfordert ein Forum wie den (mitbestimmten) Aufsichtsrat, in dem Interessenkonflikte ausgetragen werden können, ohne dass diese Konflikte einen unmittelbaren, störenden Einfluss auf die Geschäftsführung durch den Vorstand haben, der entsprechend nicht nur an das Ziel des *shareholder value*, sondern an ein umfassender definiertes "Unternehmensinteresse" gebunden ist.³³

In den USA wird das Management in seinen Entscheidungen stärker von Marktmechanismen und damit tendenziell eher von Außenstehenden geprägt, so z.B. durch den Markt für Unternehmenskontrolle, den Arbeitsmarkt für Manager, den Markt für Finanzdienstleistungen oder den Markt für Arbeitnehmer. Keine der Stakeholdergruppen verfügt über einen ausgeprägten Informationsvorsprung oder dominante Einflussmöglichkeiten. Dies ist auch nicht nötig, da über Marktmechanismen *Exit*-Optionen bereitgestellt werden, die eine Übervorteilung im Innenverhältnis verhindern helfen. Es gibt in dieser Situation keinen Grund, warum sich die

³² Vgl. dazu ausführlicher Schmidt/Grohs (2000).

³³ Zu einer solchen Interpretation des erst einmal sehr problematisch erscheinenden juristischen Konzepts des "Unternehmensinteresses" als Richtschnur für das Handeln des Vorstandes vgl. Schmidt/Spindler (1997).

Unternehmensleitung an anderen Zielen als der Maximierung des Unternehmenswertes für die Eigentümer ausrichten sollte. Deshalb passt zu dieser Konstellation auch ein "*unitary board*"; es gibt keinen Grund, Vorstand und Aufsichtsrat zu trennen.

Franks/Mayer (1994) bringen die fundamentale Unterschiedlichkeit der beiden Corporate Governance-Systeme treffend in der übergeordneten Dichotomie von *insider- versus outsider* Systemen zum Ausdruck. Die Parallelität und darüber hinaus die Komplementarität zu der entsprechenden Dichotomie der Informationsinternalisierung und –externalisierung bzw. zur Bank- bzw. Kapitalmarktdominanz im Teilsystem der Unternehmensfinanzierung ist offensichtlich und scheint somit mehr als purer Zufall zu sein.

4. Unternehmensstrategie: *big leaps versus small steps*

Es steht zu vermuten, dass Unternehmensstrategien wesentlich davon beeinflusst werden, wer Einfluss auf Unternehmensentscheidungen hat, was seinerseits davon abhängt, woher ein Unternehmen seine wichtigsten Ressourcen – Finanzkapital und Humankapital – bezieht und wie diejenigen, die diese Ressourcen bereitstellen, ihre Interessen schützen können. Insofern gehören Unternehmensstrategien auch zum Finanzsystem. Diesem Zusammenhang gehen wir in dem vorliegenden Abschnitt nach. Dazu greifen wir aus dem weiten Spektrum der mit Unternehmensstrategien verbundenen Fragen nur eine exemplarisch auf:³⁴ Wie kann eine Unternehmung grundsätzlich oder "strategisch" auf die Notwendigkeit zu einer wesentlichen Veränderung reagieren, und wovon hängt die Wahl der Änderungsstrategie ab?³⁵

Die Notwendigkeit zu einer solchen Veränderung und ihre Richtung werden hier als Folge exogener Entwicklungen im Unternehmensumfeld vorausgesetzt. Die Veränderung betrifft zahlreiche Parameter der Unternehmenspolitik und zielt auf die Erreichung einer Situation ab,

³⁴ Dass das Konzept der Komplementarität auch – oder sogar ganz besonders – im Kontext von Unternehmensstrategien anwendbar ist, haben vor allem Paul Milgrom und John Roberts sowie Michael Porter eindrucksvoll bewiesen. Milgrom/Roberts (1995, 1995a) konzentrieren sich in ihren Arbeiten auf Produktionsstrategien. Besonders aufschlussreich ist ihre Kennzeichnung von *mass production* und *lean manufacturing* als zwei wesentlich verschiedenen und jeweils konsistenten Bündeln von Merkmalen. Sie schreiben dazu: "[E]ach pattern is coherent: Changing only some variables while leaving others at their old values cannot be expected to give an accurate indication, even as to sign, of the change in performance that would result from full-fledged adoption of the alternative model" (Milgrom/Roberts, 1995a, S. 249).

Porter erweitert die Betrachtung auf Gesamtunternehmensstrategien. Eine verkürzte Antwort auf die Titelfrage seines Artikels „*What is Strategy?*“ lautet „*Strategy is creating fit among a company's activities*“ (Porter, 1996, S. 75). Der Bezug zum Konzept der Komplementarität ist eindeutig und beabsichtigt. Eine erfolgreiche Unternehmensstrategie besteht nach Porter darin, die Komplementarität zwischen den verschiedenen Aktivitäten zu erkennen und sie in konsistenter Weise auszurichten. Sowohl bei der Kennzeichnung alternativer Produktionsstrategien durch Milgrom/Roberts als auch bei den von Porter diskutierten Gesamtunternehmensstrategien erscheint es wichtiger, dass die Elemente zueinander passen bzw. dass die Konfiguration konsistent ist, als welche konsistente Konfiguration gewählt wird. Aber es gibt in beiden Anwendungen nicht nur eine, sondern mehrere konsistente Konfigurationen der Merkmalsausprägungen.

³⁵ Für eine Formalisierung des im folgenden verbal dargestellten Zusammenhangs siehe Hackethal (2000).

in der diese Parameter untereinander konsistent abgestimmt sind. Die betrachtete Veränderung entspricht damit einem Übergang von einer niedrigeren Ausgangsposition in einem "Ertragsgebirge" zu einem mutmaßlich höheren "Berg".

Der Methodik der vorangegangenen Abschnitte folgend betrachten wir auch hier eine vereinfachende Dichotomie und interpretieren die Art und Weise, wie ein Unternehmen typischerweise auf Veränderungen im Unternehmensumfeld reagiert, als ein Merkmal seiner „strategischen Grundausrichtung“. Die polaren Alternativen, über die wesentliche Veränderungen erreicht werden können, sind kleine Schritte – in der Bezeichnung von Milgrom/Roberts (1995a), deren Idee wir hier aufgreifen, *small steps* - und ein abrupter Wechsel oder ein *big leap*. Kleine Schritte überwinden eine große Distanz nur dann, wenn sie in einer langen Folge vorgenommen werden, wobei die einzelnen Schritte aber recht zielgenau erfolgen können. Die weiten Sprünge sind hingegen notwendigerweise ungenau, dafür sind sie aber auch schneller abgeschlossen. Die strategischen Alternativen sind also lange Folgen kleiner treffsicherer Schritte und wenige große und eher ungenaue Sprünge.

Welche dieser Alternativen geeigneter ist, hängt von Umweltfaktoren und von Merkmalen des betreffenden Unternehmens ab. Die Umweltfaktoren sind teilweise durch Merkmale des Finanzsystems geprägt. Dies gilt aber auch für die hier relevanten Merkmale der Unternehmung, wie sich aus den vorangegangenen Überlegungen ergibt: Sie sind abhängig von dem Verhältnis der verschiedenen Stakeholder zur Unternehmung, insbesondere der Art der Unternehmensfinanzierung und der Corporate Governance. Daraus folgt: In dem Maße, in dem gemeinsame Umweltfaktoren zu gemeinsamen Mustern der Unternehmensfinanzierung und der Unternehmenskontrolle führen, reagieren Unternehmen in einem Land auch tendenziell ähnlich auf die Notwendigkeit wesentlicher Anpassungen.

Die unternehmensexternen und unternehmensinternen Determinanten der Strategiewahl bei gegebenen Änderungsnotwendigkeiten lassen sich differenzierter erfassen. Bei der Diskussion über die Einflussrechte der Mitarbeiter in Abschnitt III 3c wurde bereits angedeutet, dass ein hoher Spezifitätsgrad mit stärkeren Mitentscheidungsrechten und einem hohen Informationsstand derer einher geht, die durch die Bereitstellung von spezifischen Ressourcen einem Risiko ausgesetzt sind. Ähnliche Überlegungen wie für spezifisches Humankapital gelten aber auch für andere spezifische Ressourcen wie Sachkapital (Spezialmaschinen) oder spezifische Zulieferungen und für die Finanzierung durch *inside owners* und Hausbanken.

Die Verträge zwischen der Unternehmung und denen, die ihr spezifische Ressourcen und *inside capital* liefern, sind immer unvollständig bzw. mindestens teilweise implizit. Für die

Stabilisierung von Beziehungen zwischen Partnern impliziter Vertragsbeziehungen sind Dauerhaftigkeit und Kontinuität wichtig.

Was bedeutet dies für die Veränderungsstrategien von Unternehmen? Für Unternehmen, die mit ihren Stakeholdern distanzierte und eher marktmäßige Beziehungen ohne ausgeprägte spezifische Investitionen von beiden Seiten unterhalten, kommen eher *big leaps* in Betracht. Sie haben den gravierenden Nachteil geringerer Treffsicherheit, aber den Vorteil, dass sich im Falle eines einigermaßen guten Treffers die Stakeholder schnell in einer Situation befinden, in der sie – annahmegemäß - feststellen werden, dass es sich für sie nicht lohnt abzuwandern; und wenn sie doch abwandern, sind sie leichter durch andere ersetzbar. Große Sprünge sind schnell erledigt, und sie fordern keine Geduld von den "distanzierten" Stakeholdern, die diese mangels Information und Einflussmöglichkeiten auch rationalerweise nicht aufbringen würden. Denn sie können nicht zwischen einer einfachen Situationsverschlechterung und temporären Verlusten in einer Übergangsphase unterscheiden. Große Sprünge tendieren dazu, implizite Verträge zu verletzen, doch die spielen bei marktmäßigen Beziehungen auch keine wichtige Rolle. Schließlich gibt es weniger Einspruchsmöglichkeiten der Stakeholder, weil sie nicht gebraucht werden; *inside influence* ist hier generell nicht von Bedeutung.

Der wesentliche Vorteil einer langen Folge kleiner und präziser Schritte besteht darin, dass sie im Endergebnis treffsicherer sind, ihr Hauptnachteil darin, dass sie für ein gegebenes Maß an Veränderung mehr Zeit beansprucht. Die Strategie der kleinen Schritte setzt voraus, dass die Stakeholder dem Unternehmen die Treue halten, auch wenn der Pfad der Veränderung über Zwischenstufen führt, die als Ergebnisverschlechterungen erscheinen. Wer gut informiert ist – und dies sein kann und sogar muss – und über Einflussmöglichkeiten verfügt – und diese wegen des Risikos spezifischer Investitionen auch braucht – kann rationalerweise geduldiger sein, denn er kann gegebenenfalls erkennen, dass der Weg durch das Ertragstal in die richtige Richtung geht. Wenn einzelne kleine Veränderungen die ökonomische Position von Stakeholdern verschlechtern, können diese eine Kompensation fordern, und sie können auch erwarten, eine Kompensation zu erhalten, weil und sofern ihre Treue und ihre Zustimmung für den weiteren Prozess erforderlich sind.

Wieder treffen wir auf eine Konstellation komplementärer Merkmale, deren Ausprägung zusammen beeinflusst, welche Veränderungsstrategie für einzelne Unternehmen – und verallgemeinernd tendenziell für die Unternehmen in einem Land – vorteilhaft ist:

- (1) eine geringe bzw. eine große Bedeutung spezifischer Investitionen der Stakeholder,
- (2) eine geringe bzw. große Bedeutung impliziter Verträge und damit von Vertrauen,

- (3) ein niedriges bzw. hohes Informationsniveau und
- (4) schwächere bzw. stärkere formelle oder faktische Mitspracherechte der Stakeholder.

Wieder sind die Elemente komplementär, und wieder gibt es zwei konsistente Konstellationen der Merkmalsausprägungen oder Gleichgewichte der Teilsysteme. Die geringere Ausprägung der Merkmale spricht für abrupte Änderungen, die hohe für graduelle. Zwischenpositionen scheinen nicht vorteilhaft zu sein. Dass die genannten Merkmale in Deutschland und Japan einerseits und in den USA andererseits unterschiedlich ausgeprägt sind, ist bereits in früheren Abschnitten dargestellt worden. Dass sich wesentliche Veränderungen von Unternehmen in den genannten Ländern auch in der Weise unterscheiden, wie die Ausführungen erwarten lassen, ist recht plausibel.

Keines der konsistenten Strategiesysteme ist generell besser als das andere. Doch die Kennzeichnung ihrer wesentlichen Vor- und Nachteile bietet einen wichtigen Anhaltspunkt: Wenn die Veränderungen in der Umwelt, die die Unternehmen zu wesentlichen Veränderungen zwingen, schnell und drastisch sind, könnte die lange Folge kleiner treffsicherer Schritte zu lang dauern und damit unvorteilhaft werden; bei einer eher geringen Umweltdynamik ist sie hingegen eher günstig.

5. Das Finanzsystem als System komplementärer Elemente

In den letzten drei Abschnitten haben wir herausgearbeitet, dass zwischen einzelnen Elementen jedes der drei Teilsysteme „Unternehmensfinanzierung“, Unternehmenskontrolle“ und „Unternehmensstrategie“ komplementäre Beziehungen herrschen. Diese können unterschieden werden in solche zwischen verschiedenen Variablen, die von einer Unternehmung gewählt werden können,³⁶ und solche zwischen Aktionsvariablen der Unternehmen und den Merkmalen des entsprechenden Umfeldes. Es gibt aber auch Komplementaritäten zwischen den Aktionsvariablen der verschiedenen Teilsysteme, zwischen Umfeldparametern aus unterschiedlichen Teilsystemen und zwischen Aktionsvariablen eines Teilsystems und Umfeldparametern eines anderen. Letztere sind für das Verständnis der "Systemhaftigkeit" eines Finanzsystems besonders wichtig und stehen daher im Mittelpunkt dieses Abschnitts.

Beispiele für diesen dritten Typus klangen an mehreren Textstellen bereits an: So haben sämtliche Umfeldparameter aus dem Teilsystem „Unternehmensfinanzierung“ auch für die

³⁶ Komplementaritäten dieser Art werden in den bereits mehrfach zitierten Arbeiten von Milgrom/Roberts thematisiert. Brickley/Smith/Zimmerman (1997) basieren ihr gesamtes Lehrbuch auf der These, dass sich erfolgreiche Unternehmen dadurch auszeichnen, dass die komplementären Bausteine „Allokation von Entscheidungsrechten“, „Messung von Leistung“ und „Vergütung von Leistung“ in ihren Ausgestaltungen konsistent aufeinander abgestimmt sind.

Funktionsprinzipien des Teilsystems „Unternehmenskontrolle“ Relevanz: Eine stringente Kapitalmarktregulierung fördert sowohl die Externalisierung von Informationen und damit die Finanzierung über Märkte als auch die Funktionsfähigkeit des Marktes für Unternehmenskontrolle und damit ein distanziertes Verhältnis der Unternehmung zu ihren Stakeholdern und eine ausschließliche Orientierung der Unternehmensleitung an den Interessen eines anonymen Anlegerpublikums bzw. am *shareholder value*. Ein zweites Beispiel ist die Bandbreite gesetzlich zulässiger Geschäftsfelder bzw. erlaubter bankinterner Verknüpfungen zwischen Geschäftsfeldern. Ist diese Bandbreite groß, fördert dies sowohl die Bankfinanzierung als auch das Entstehen einer Unternehmensverfassung, bei der nicht nur die Interessen anonymen Anleger zählen, und damit auch unternehmensspezifisches Humankapital und die Neigung zu graduellen Veränderungen.

Die Liste der Beispiele für Netze von Komplementaritäten, die die Teilsysteme überspannen und miteinander verbinden, ließe sich lange fortsetzen; doch die angeführten genügen, um zu verdeutlichen, dass es nicht genügt, die Teilsysteme zu betrachten. Komplementaritäten, die mehrere Teilsysteme verbinden, dürften die sich wechselseitig verstärkenden Wechselwirkungen zwischen den Elementen noch stärker und stabiler machen, sofern die Gesamtkonfiguration aller Elemente konsistent ist.

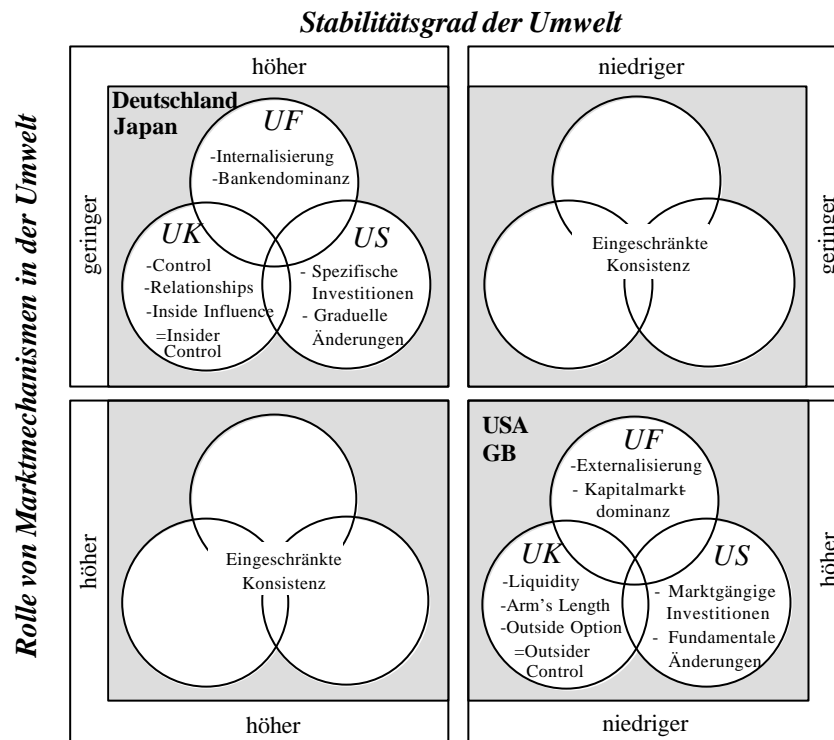
Die Ausprägungen der verschiedenen in unserem Beitrag angesprochenen Elemente des Finanzsystems lassen sich weitgehend danach ordnen, wie sehr sie mit marktmäßigen Strukturen verbunden sind, diese voraussetzen und diese stärken bzw. wie sehr sie zu Beziehungen passen, die eher kooperativ und zugleich konfliktbeladen sind. Eine Konstellation, in der die marktnahen Beziehungen dominieren, kann konsistent sein, und genauso eine eher marktferne Merkmalskonstellation. Beide können gute, funktionsfähige Finanzsysteme bilden. Mischungen sind inkonsistent und deshalb auch als statische Gebilde wirtschaftlich eher nicht attraktiv. Beide erkennbar konsistenten Systeme sind durch (weitgehend) polare Ausprägungen der Elemente gekennzeichnet und bilden deshalb auch polare Systeme oder Grundtypen von Finanzsystemen. In Abb. 4 sind diese beiden Finanzsystemtypen mit ihren sich überlagernden Teilsystemen dargestellt.

Welches konsistente System überlegen ist, lässt sich nicht allgemein angeben. Die in den 80er Jahren zumindest in den USA verbreitete Vorstellung, das japanisch-deutsche System sei überlegen,³⁷ erscheint rückblickend ebenso pauschal und unangemessen, wie es die umge-

³⁷ Vgl. Saunders/Walter (1994), u.a. S. 236, und sehr prononciert Porter (1992).

kehrte Vorstellung sein dürfte, die derzeit eher vorherrscht.³⁸ Aber bedingte Aussagen erscheinen möglich.

Abb. 4: Komplementäre Funktionsprinzipien und konsistente Systeme



In den gesamten bisherigen Ausführungen haben wir nur ein tatsächlich exogenes Element berücksichtigt: den „Stabilitätsgrad der Umwelt“. Dabei sind als Veränderungen der "Umwelt" Sachverhalte angesprochen, die wir nicht dem Finanzsystem zurechnen wollen: das Ende des Sowjetblocks, die weltweite Privatisierungswelle, technologische Umbrüche und drastisch veränderte Marktbedingungen.³⁹ Als Hypothese lässt sich hieran anschließen, dass möglicherweise der Stabilitätsgrad als exogener Parameter determiniert, welcher Finanzsystemtyp zu welcher Umwelt eher passt: Zu einer sich stark verändernden Umwelt passt ein marktorientiertes Finanzsystem besser und zu einer eher statischen⁴⁰ Umwelt ein kooperativ-konfliktäres Finanzsystem. In Abb. 4 bildet deshalb die Stabilität der Umwelt auch eine Dimension zur Anordnung von Finanzsystemtypen und Ländern, deren Finanzsystem zu bestimmten Zeiten diesen Typen weitgehend entsprochen haben dürfte. Die zweite Dimension ist teilweise endogen, soweit sie die Bedeutung von Marktmechanismen innerhalb des Finanzsystems und durch das Finanzsystem betrifft, und teilweise exogen, soweit sie die Bedeutung

³⁸ Siehe beispielsweise Economist (2000) oder Roche (2000), bzw. aus der akademischen Welt Rajan/Zingales (1999).

³⁹ Es erscheint allerdings möglich, zumindest Teile der Umwelt zu endogenisieren, wie es Dosi (1990) für die Technologie versucht.

⁴⁰ Statisch ist nicht gleichbedeutend mit stationär; im Gegenteil stellt im hier diskutierten Zusammenhang ein stabiles Wachstum sozusagen den Idealfall einer statischen Umwelt dar.

von Marktmechanismen in der – nichtfinanziellen – Umwelt wie etwa im Arbeitsmarkt und im Markt für Ideen und Wissen betrifft.

Nur die Systemtypen links oben und rechts unten sind sowohl intern konsistent – die Elemente innerhalb der Teilsysteme wie auch die Teilsysteme selbst sind komplementär und in ihren Ausprägungen konsistent, und die Modi der Unternehmensfinanzierung, -kontrolle und -strategie “funktionieren”⁴¹ – als auch passend zu den beiden erfassten Umweltmerkmalen.

IV. Anwendungen des Komplementaritätskonzepts

In diesem Abschnitt wollen wir zeigen, dass das Konzept der Komplementarität zur Lösung wissenschaftlicher und praktischer Aufgaben beitragen kann. Man kann drei Anwendungen unterscheiden: (1) die Beschreibung und Analyse von Systemen, (2) die Erklärung von Eigenschaften und die Prognose der Entwicklung von Systemen und (3) die Gestaltung von Systemen komplementärer Elemente.

Für die Beschreibung und die Analyse eines Finanzsystems ist das Konzept der Komplementarität wichtig und hilfreich, wie im vorangegangenen Abschnitt gezeigt werden sollte. Es legt nahe, bei der Beschreibung besonders die Sachverhalte zu erfassen, die auf Komplementaritäten hindeuten. Wir wenden uns deshalb unmittelbar den beiden anderen Aufgaben zu.

1. Erklärung und Prognose

Das Konzept der Komplementarität eignet sich dazu, Merkmale und Eigenschaften von Finanzsystemen zu erklären und Prognosen über ihre Entwicklung zu formulieren. Um Erklärungen und Prognosen zu generieren, muss man Komplementarität mit Annahmen darüber kombinieren, welche ökonomischen Kräfte wie stark und in welcher Weise wirken.

Es dürfte für ein Land, seine Unternehmen und seine Bürger ökonomisch vorteilhaft sein, über ein gutes, funktionsfähiges Finanzsystem zu verfügen. Außerdem dürfte gerade in den Zeiten der Globalisierung ein gewisser Druck bestehen, ein Finanzsystem oder Teile davon effizient zu gestalten. Wenn dies zutrifft und wenn außerdem die Hypothese richtig ist, dass ein Finanzsystem dann gut oder zumindest nicht schlecht ist, wenn seine Elemente zu einander passen, dann erklärt dies unmittelbar, warum zumindest in ökonomisch erfolgreichen Ländern tendenziell konsistente Systeme eher anzutreffen sind als andere.

⁴¹ Da wir für unsere Untersuchung eine Unternehmensperspektive angelegt haben, bleiben in dieser Arbeit notwendigerweise einige Facetten, Themenkreise und damit verbunden auch Funktionsprinzipien von Finanzsystemen unberücksichtigt. Das Anlageverhalten der Haushalte, die Struktur des Finanzsektors und die Rolle des Staates sind diesbezügliche Beispiele. Stilisierte Fakten aus diesen Themenkreisen deuten jedoch darauf hin, dass auch die Ausprägungen dieser Elemente zum jeweiligen Finanzsystem „passen“.

Wenn man von der Vermutung ausgeht, dass das Finanzsystem eines Landes einem der oben unterschiedenen Grundtypen zuzuordnen ist, weil mehrere Elemente (x_1 bis x_{n-1}) des Systems auf diese Gesamtstruktur hindeuten, dann erklärt dies auch, warum andere Elemente (x_n) ganz bestimmte Ausprägungen annehmen: Diese Ausprägungen sind mit dem Rest des Systems kompatibel, sie passen ins System. Einerseits ist diese Erklärung gehaltvoll, weil, wie die theoretische Analyse zeigt, viele denkbare Merkmalskombinationen nicht miteinander vereinbar sind und damit ökonomisch unvorteilhaft wären. Andererseits ist sie relativ schwach, denn erstens gibt es nicht nur ein konsistentes und dadurch effizientes System, sondern im allgemeinen mehrere und im Fall von Finanzsystemen mindestens zwei; zweitens lassen sich die wirtschaftlichen Vorteile effizienter Finanzsysteme kaum quantifizieren; und drittens übersieht die Vermutung, dass sich konsistente Finanzsysteme eher durchsetzen oder erhalten als inkonsistente, wie komplex der Prozess ist, durch den dies gegebenenfalls geschieht. Diese Komplexität dürfte die mögliche Wirkung des Effizienzdrucks auf die Ausgestaltung eines Finanzsystems abschwächen.

Das Konzept der Komplementarität hilft auch, Veränderungsmuster von Finanzsystemen zu prognostizieren. Dies berührt die wichtige Frage, ob sich Finanzsysteme dauerhaft oder für längere Zeit unterscheiden können oder ob mit einer Konvergenz zu rechnen ist. Vertreter einer solchen Konvergenzthese argumentieren, dass sich kein Land auf Dauer den Wettbewerbsnachteil erlauben kann, mit einem grundlegend anderen Finanzsystem als dem besten zu leben. Deshalb käme es auch zu einer relativ schnellen und zugleich graduellen Konvergenz der nationalen Finanzsysteme an dasjenige, das derzeit weithin als das bessere gilt: das anglo-amerikanische.⁴²

Die für Corporate Governance-Systeme von Mark Roe in mehreren Arbeiten formulierte Gegenthese lautet in verallgemeinerter Form, dass die Entwicklung von Finanzsystemen durch Pfadabhängigkeit geprägt ist, die zumindest eine schnelle Konvergenz verhindert. Zur Begründung führt Roe an, dass sich aus heutiger Sicht ineffiziente Systeme erhalten können, wenn die gesellschaftlichen Kosten des Wechsels zu einem besseren System größer sind als die Vorteile davon, das bessere System zu haben. Zur Konvergenz kommt es erst, wenn die Effizienzunterschiede zu groß werden oder wenn die Kosten der Anpassung sinken.⁴³

Dieses Argument lässt sich durch den Gedanken der Komplementarität noch verstärken und hinsichtlich der Prognosen über den Verlauf und das Ergebnis von Angleichungsprozessen

⁴² Vgl. die oben in Fußnote 38 genannten Quellen.

⁴³ Vgl. vor allem Roe (1996) und Bebchuk/Roe (1998) und dazu Schmidt/Spindler (1999).

präzisieren und modifizieren.⁴⁴ Man stelle sich vor, dass sich in einer Gesellschaft die Einschätzung durchsetzt, ihr Finanzsystem sei nicht so gut wie ein bestimmtes anderes. Das führt zu Bemühungen um einen Systemwechsel. Doch die grundlegende Veränderung eines gesamten Finanzsystems ist kein einfaches Unterfangen. Die Komplexität der nötigen Änderungen legt die Vermutung nahe, dass der Wechsel bei einzelnen Elementen – vereinfacht: bei einem Element - des Gesamtsystems beginnt. Ersetzt man aber innerhalb eines *konsistenten* Systems ein Element durch ein anderes, das Teil eines grundlegend anderen Systems ist und in diesem anderen System auch sehr wichtig und gut erscheint, dann resultiert daraus eine Inkonsistenz und damit ein zumindest temporärer Effizienzverlust. Ein eventuell auf die Globalisierung zurückzuführender Druck, das Finanzsystem effizient zu gestalten, würde in zwei Richtungen wirken: zum einen dahin, dass der Prozess des Wechsels trotz des temporären Effizienzverlustes weitergeführt wird, weil der ganze Prozess einen Effizienzgewinn gegenüber der Ausgangssituation verspricht, und zum anderen dahin, dass vor allem ein schneller Effizienzgewinn gebraucht und gesucht wird. Dieser ist erreichbar, indem wieder Konsistenz im System hergestellt wird – und dies ist am ehesten und jedenfalls am einfachsten durch eine Umkehrung des bisher vollzogenen Schrittes möglich. Überwiegt der zweite Effekt den ersten, scheitert eine partielle Reform, und die von Roe betonte Pfadabhängigkeit wird manifest. Das legt die Verallgemeinerung nahe, dass durch Komplementarität geprägte Systeme sich nicht für graduelle Veränderungen eignen; sie sind deshalb *tendenziell* stabil; und wenn sie sich doch ändern, dann dürfte dies abrupt geschehen.

Es ist wenig realistisch, bei der Prognose von Finanzsystementwicklungen anzunehmen, dass ein Konsens unter den wirtschaftlichen und politischen Entscheidungsträgern darüber besteht, unter welchen Bedingungen reale Finanzsysteme konsistent sind, dass Konsistenz überhaupt wichtig ist und welches konsistente System besser ist. Ein mögliches und plausible s Szenario, das diese Annahme vermeidet, sieht so aus: Politische und wirtschaftliche Akteure innerhalb verschiedener existierender Systeme, wie dem deutschen und dem britischen, sehen Vorteile bei einzelnen Elementen des jeweils *anderen* Systems und unternehmen zugleich *mehrere* erfolgreiche Versuche, solche fremden Elemente in ihr eigenes System einzubauen. Wenn Komplementarität wesentlich ist, führt dies zu Inkonsistenzen, Effizienzverlust und einer Destabilisierung der Systeme und sogar zu "Systemkrisen". Als Systemkrise bezeichnen wir eine Situation, in der ausgeprägte Inkonsistenz und starke Effizienzverluste einen ebenfalls starken Druck erzeugen, zumindest irgendeine Verbesserung der Situation herbeizuführen, und in der sich zusätzlich Verhaltensweisen stark ändern und die Unsicherheit vieler Akteure

⁴⁴ Die folgenden Überlegungen sind ausführlicher entwickelt in Schmidt/Spindler (1999).

darüber steigt, wie sich die anderen Akteure verhalten. Der in einer solchen Situation zu erwartende Druck, die akute Krise zu bewältigen, würde darauf abzielen, zumindest wieder zu einem konsistenten System zu gelangen. Aber welches könnte das sein?

Wenn die partiellen und unabgestimmten Reformen schon weit fortgeschritten sind, liegt es nicht mehr so nahe und ist es vielleicht auch nicht mehr möglich, zum ursprünglichen System zurückzukehren. Das System, das sich in einem Land schließlich durchsetzen wird, ist in einer solchen Situation nicht notwendigerweise dasjenige, das kompetente und neutrale Beobachter bei genauer und distanzierter Betrachtung und ohne den Einfluss einer Krise als das bessere erkennen würden. Eine Systemkrise der beschriebenen Art wäre nicht neutral gegenüber der Erreichbarkeit und Attraktivität möglicher konsistenter Systeme. Der Grund dafür ist, dass eine Krise Verhaltensweisen verändert und auf diese bezogene Erwartungen verändert und destabilisiert. Für die Funktionsfähigkeit eines jeden Finanzsystems ist es wichtig, dass zumindest einige Erwartungen wechselseitig kompatibel und nicht mit zu viel Unsicherheit behaftet sind und dass gefahrlos Verträge geschlossen werden können. Aber diese Bedingung ist in den beiden Hauptformen konsistenter Finanzsysteme nicht gleich wichtig. In einem Finanzsystem mit vorherrschender Finanzierung durch eher reorganisationsfähige und reorganisationswillige (Universal-)Banken, einer durch *insider control* geprägten Corporate Governance und großer Bedeutung von unternehmensspezifischem Humankapital und ausgeprägt unvollkommenen Verträgen sowie entsprechenden Unternehmensstrukturen – kurz: einem deutschen oder japanischen Finanzsystem – ist die Konsistenz und Stabilität der Erwartungen weitaus wichtiger als in einem Finanzsystem des anglo-amerikanischen Typs.

Die skizzierte Systemkrise würde die Wiederherstellung des deutsch-japanischen Systems mehr erschweren bzw. den in relativ kurzer Zeit erreichbaren Zustand weniger attraktiv machen, als dies bei einem System des anglo-amerikanischen Typs der Fall wäre. Dies legt die Vermutung nahe, dass sich in einer durch *unkoordinierte und starke* Reformbestrebungen ausgelösten Systemkrise ein Finanzsystem vom anglo-amerikanischen Typ als *focal point* der Restrukturierungsbemühungen eher eignet und auch eher durchsetzen würde, weil es weniger auf die in der Krise erschütterte Stabilität von Verhalten, Verhaltenserwartungen und Vertrauen angewiesen ist. Dies gilt unabhängig davon, welches System "eigentlich", d.h. ohne eine vorausgegangene Krise, besser ist.

2. Gestaltung

Die allgemeine Implikation der Bedeutung von Komplementarität als einem Merkmal von Finanzsystemen liegt auf der Hand: Wenn es wirtschaftlich wichtige Auswirkungen hat, ob

die Elemente eines Finanzsystems oder seiner Teile zueinander passen, sollten diese Elemente entsprechend gestaltet werden. Dies gilt gleichermaßen für die Gestaltung der wirtschaftlich relevanten rechtlichen und institutionellen Bedingungen durch nationale und übernationale Politik wie für Maßnahmen einzelner Unternehmen des finanziellen und des nichtfinanziellen Sektors, die die Grundstruktur des Finanzsystems beeinflussen können oder sollen.

Dass es wichtig ist, die Komplementarität von Systemelementen zu beachten, bedeutet nicht, dass dies auch einfach wäre. Praktische politisch-rechtliche Gestaltungen beziehen sich meist auf Einzelheiten, bei denen Funktionsdefizite erkennbar sind, die von der Sache her rechtlich regelbar sind, und bei denen es auch eindeutig ist, wer die Reformen betreiben soll. Das Erfordernis der Konsistenz von Systemen legt es hingegen nahe, sehr große und komplexe und damit auch nicht eindeutig abgeschlossene Gebilde zum Objekt einer Gestaltung zu machen. Oft ist dabei aber nicht klar, worin eine Verbesserung überhaupt bestehen würde, weil dies die Einsicht in die Funktionsmechanismen des Systems voraussetzt, und wem die Rolle des Gestalters zukommt und zukommen sollte oder zukommen könnte, weil er oder sie oder die entsprechende Institution das erforderliche Wissen und die Autorität zu einer umfassenden Gestaltung hätte.

Wichtig und wünschenswert erscheinen aus Effizienzgründen in erster Linie Reformen, die systemkompatibel sind und damit auch die Funktionsfähigkeit des Systems stärken würden. Doch nicht alle, und auch nicht alle sinnvollen, Reformen und Reformvorhaben sind dieser Kategorie zuzurechnen. Selbst wenn die Akteure die Grundstruktur des Finanzsystems, in dem sie Verbesserungen anstreben, nicht in Frage stellen wollten, ergibt sich leicht die Situation, dass bestimmte Sachverhalte als verbesserungsbedürftig und auch verbesserbar erscheinen, aber ihre drastische Veränderung mit der Grundstruktur oder dem Funktionsprinzip des jeweiligen Finanzsystems nicht kompatibel wäre. Hier drängt sich als Beispiel das rechtspolitische Bemühen in Deutschland um mehr Transparenz und um Beschränkungen bei der Nutzung von Informationen auf: Es wäre für die Funktionsfähigkeit eines bankdominierten Finanzsystems problematisch, wenn es Universalbanken grundlegend verwehrt wäre, Information, die sie bei einem Teil ihrer Tätigkeit gewinnen, in anderen Tätigkeitsfeldern zu verwenden; das System beruht geradezu auf der mehrfachen Verwendbarkeit privater Informationen, während in einem kapitalmarktorientierten Finanzsystem unüberwindbare *chinese walls* funktional sind. Gleichwohl wird man auch in einem bankengeprägten System den Banken und anderen Akteuren beispielsweise die Nutzung von *insider information* für Börsengeschäfte nicht mit dem Verweis auf das Funktionsprinzip des Systems freistellen

wollen. Aber wo ist die Grenze zwischen einer Verbesserung eines eher sekundären Elements eines Finanzsystems und einer Änderung, die die Konsistenz des ganzen Systems gefährdet?

Wie dieses Beispiel⁴⁵ verdeutlicht, kann die Forderung nach Konsistenz nicht als unmittelbare Handlungsanweisung für die Gestaltung der betroffenen Rechtsmaterien verstanden werden. Dies gilt erst recht für Veränderungen, die von privaten Akteuren ausgehen. Die Vereinbarkeit partieller Reformen mit dem Gesamtsystem sollte aber zumindest als Argument in den rechts- und wirtschaftspolitischen Diskurs einfließen. Bisher scheint dies nicht der Fall zu sein.⁴⁶ Vorherrschend ist vielmehr in vielen Ländern – und länderübergreifend in Europa⁴⁷ – das Bestreben, in die jeweiligen eigenen Systeme Elemente einzufügen, die an den anderen Systemen als besonders positiv auffallen, ohne dabei die Vereinbarkeit mit dem eigenen System zu bedenken. In Deutschland gibt es eine starke Tendenz, die ins anglo-amerikanische *outsider control system* passende strikte *shareholder value*-Orientierung" zur geltenden Norm für den Vorstand einer AG zu erheben und dies durch institutionelle Reformen etwa im Bereich der Rechnungslegung abzusichern.⁴⁸ Wie dies mit der Konstellation aus Mitbestimmung, ausgeprägter Anteilskonzentration bei vielen Großunternehmen, dem auf Gläubigerschutz beruhenden Finanzierungssystem und dem deutschen Gesellschaftsrecht vereinbar sein soll, ist eine noch nicht einmal in Ansätzen beantwortete Frage. Es ist schwer vorstellbar, dass diesen Aktivitäten eine Vorstellung über ein konsistentes System oder auch nur die Erwartung zugrunde liegt, ein solches System würde sich von selbst herausbilden.

V. Vorbehalte und Ausblick

Wie eingangs ausgeführt wurde, stellt es ein Problem jeder wissenschaftlichen Auseinandersetzung mit realen Systemen dar, dass sie oft sehr komplexe und offene Systeme sind. Finanzsysteme und ähnlich komplexe Systeme sind keine Objekte, die man vorfindet und einfach beobachten, beschreiben und analysieren kann. Sie sind theoretische Konstrukte oder Denkprodukte. Dies ist ebenso unvermeidlich wie problematisch, denn es gewährt demjenigen, der ein solches System beschreibt und analysiert, viele Freiheitsgrade bei der Konstruktion des Systems, über das er dann Aussagen treffen möchte. Diese Gefahr der Zirkularität besteht auch bei unserem Versuch. Wir hoffen allerdings, dass die Ergebnisse

⁴⁵ Andere Beispiele, bei denen dasselbe Problem zumindest angemerkt werden sollte, sind die jüngste Reform des deutschen Insolvenzrechts, das die Stellung der Banken schwächt, und die in Deutschland auf der politischen Agenda stehende Stärkung der Rolle von Nicht-Bank-Finanzintermediären.

⁴⁶ Vgl. allerdings die kritische Position in Böcking/Orth (1998) sowie Wüstemann (1999).

⁴⁷ Auf der Ebene der EU zeichnet sich eine Tendenz ab, so etwas wie ein "*middle of the road-system*" zu schaffen, das die vorteilhaft erscheinenden Elemente verschiedener Systeme einfach kombinieren würde. Dass dies kaum erfolgreich sein kann, betont auch Berglöf (1997).

⁴⁸ Zu Nachweisen und einer kritischen Einschätzung vgl. Schmidt/Spindler (1997).

unserer Beschreibung und Analyse - und damit zugleich unserer Konstruktion - von Finanzsystemen durch die Verwendung des theoretischen Konzepts der Komplementarität und durch die ausführliche empirische Unterfütterung nicht zu künstlich erscheinen.

Die gedankliche Konstruktion eines Finanzsystems ist um so weniger problematisch, je mehr sie als eine *Rekonstruktion* erscheint, d.h. je mehr das Konstrukt mit beobachtbaren Daten übereinstimmt. Aber gerade hier sehen wir auch für unseren Ansatz ein Problem: Unser Konstrukt eines Finanzsystems mit zwei polaren Ausprägungen erscheint uns zwar stimmig und damit als Rekonstruktion der realen Finanzsysteme Deutschlands, Japans und den USA – aber eher der Finanzsysteme dieser Länder von vor fünf bis zehn Jahren, und weniger der Finanzsysteme von heute. Der für das amerikanische System prägende (Roe, 1994), den Handlungsspielraum von Banken einschränkende Glass-Steagall-Act gilt nicht mehr. Vodafone hat in einer ersten wirklich großen und wahrhaft feindlichen Übernahme, die im deutschen System der *insider control* als Fremdkörper erscheint, die Herrschaft über Mannesmann erobert. Und in Japan gibt es Tendenzen zur Auflösung der *Keiretsus*, zur Abschaffung des Prinzips der lebenslangen Beschäftigung und zur Öffnung des Finanzsektors für Ausländer und damit für Konkurrenz. Zudem steckt Japan seit einem Jahrzehnt in einer Wirtschaftskrise, die von vielen in erster Linie als eine Krise des Finanzsystems eingestuft wird. Dies muss Zweifel wecken, ob man heute noch, wie in den 80er Jahren, das japanische Finanzsystem unter der Prämisse studieren kann, dass es in seiner Art ein gutes, weil konsistentes, Finanzsystem eines wirtschaftlich erfolgreichen Landes wäre.

Allseits sind Auflösungen der von uns konstruierten Systeme zu beobachten. Die Belege dafür ließen sich lange aufzählen. Möglicherweise ist wirklich die von uns (re)konstruierte Systemhaftigkeit als prägende und Beharrung schaffende Kraft schwächer, als wir vermuten. Möglicherweise befinden wir uns auch bereits mitten in einem Prozess der Anpassung und Angleichung hin zu einem eigentlich nicht konsistenten, allgemeinen "*middle of the road*" Finanzsystem mit vielen anglo-amerikanischen Elementen. Möglicherweise ist auch die oben angesprochene "Systemkrise", in der sich Verhaltensweisen verändern, implizite Verträge gebrochen werden und die Unsicherheit der Akteure steigt, bereits Realität. Auf diese Möglichkeit deutet zumindest das Beispiel des heutigen japanischen Finanzsystems hin. In zehn Jahren werden wir darüber vermutlich mehr wissen. Jetzt ermutigt uns folgender Gedanke, unsere methodische Hypothese, dass die Idee der Komplementarität und der Systemhaftigkeit fruchtbar ist, noch nicht zu verwerfen: Schon vor fünf und zehn Jahren gab es Stimmen, die behaupteten, Finanzsysteme würden sich nicht unterscheiden bzw. würden sich bereits rapide aneinander angleichen. Die oben in Tab. 1 und in Abb. 2 zusammenge-

fassten Ergebnisse neuerer Untersuchungen zeigen rückblickend, dass diese Stimmen damals noch nicht Recht hatten. Möglicherweise erscheint auch heute die Tendenz zur Systemaufweichung und –angleichung stärker, als sie wirklich ist.

Die aktuellen Entwicklungen in der Realität sind aber sicher Anlass, einen Ausgangspunkt unserer Untersuchung in Frage zu stellen, nämlich den, dass sich die Analyse von Finanzsystemen an Ländergrenzen orientieren sollte und dass es nur ein Finanzsystem pro Land gibt. Vielleicht gibt es heute eher zwei oder mehrere Finanzsysteme pro Land, wobei die faktische Segmentierung nach der Größe und dem Internationalisierungsgrad der beteiligten Unternehmen und Finanzinstitutionen erfolgt und die "Top-Segmente" international eng verbunden sein dürften. Weil dieses Netz erst recht komplex und schwer abzugrenzen ist, würde es eine schwierige Aufgabe für die Forschung darstellen, seine Struktur und seine Funktionsweise zu analysieren. Die Konzepte von Komplementarität, Konsistenz und Systemhaftigkeit dürften dafür allerdings erst recht relevant sein.⁴⁹

⁴⁹ Zur Idee einer Zweistufigkeit der nationalen Corporate-Governance-Systeme – mit einer engen internationalen Vernetzung der jeweiligen nationalen "Top-Segmente" – vgl. neuestens Mann (2000).

Literaturverzeichnis

- ABRAHAM, K.G./HOUSEMAN, S.N. (1993): Job Security in America: Lessons from Germany, Washington, D.C.: The Brookings Institution
- ACEMOGLU, D. (1996): Investment in Skills, Market Imperfections and Growth, in A. Booth/D. Snower (Hrsg.): Skill Gaps and Economic Activity, Cambridge, Mass.: Cambridge University Press, S. 41-63
- ALLEN, F./GALE, D. (2000): Comparing Financial System, Cambridge, Mass.: MIT Press
- AOKI, M. (1994): The Japanese Firm as a System of Attributes: A Survey and Research Agenda, in: M. Aoki/R. Dore (Hrsg.): The Japanese Firm, New York: Oxford University Press, S. 11-40
- BEBCHUK, L./ROE, M. (1999), A Theory of Path Dependence in Corporate Governance and Ownership, Working Paper, Harvard University, erscheint in Stanford Law Review
- BERGLÖF, E. (1997): Corporate Governance. Redirecting the European Agenda, Economic Policy, Vol. 24, S. 91-124
- BHIDE, A. (1993): The Hidden Costs of Stock Market Liquidity, Journal of Financial Economics, Vol. 34, S. 31-52
- BÖCKING, H.-J./ORTH, C. (1998): Offene Fragen und Systemwidrigkeiten bei den neuen Rechnungslegungs- und Prüfungsvorschriften des KonTraG und des KapAEG in: Der Betrieb, S. 1873-1879
- BÖHMER, E. (1998): Who Controls Germany? An Empirical Assessment, unveröffentlichtes Manuskript, Humboldt Universität, Berlin
- BOLTON, P./VON THADDEN, E.L. (1998): Blocks, Liquidity and Corporate Control; Journal of Finance, Vol. 53, S. 1-25
- BOOT, A.W.A./MACEY, J.R. (1998): Objectivity, Control and Adaptability in Corporate Governance, unveröffentlichtes Manuskript (Universität Amsterdam und Cornell University)
- BORIO, C.E.V. (1990): Leverage and Financing of Non-Financial Companies: An International Perspective, BIS Economic Papers, No. 27
- BRICKLEY, J.A./SMITH, C.W., JR./ZIMMERMAN, J.L. (1997): Organizational Architecture: A Managerial Economics Approach, Chicago-London: Irvin
- COHEN, D. (1998): The Wealth of the World and the Poverty of Nations, Cambridge, Mass.: Cambridge University Press
- CORBETT, J./JENKINSON, J. (1997): How is Investment Financed? A Study of Germany, Japan, the United Kingdom and the United States, The Manchester School Supplement, S. 69-93
- CRANE, D.B. ET AL. (1995): The Global Financial System: A Functional Perspective, Boston: Harvard Business School Press, S. 3-31
- DEUTSCHE BUNDESBANK (1997): Die Aktie als Finanzierungs- und Anlageinstrument, Monatsbericht Januar, S. 27-40
- DOSI, G. (1990): Finance, Innovation and Industrial Change, in: Journal of Economic Behavior and Organization, Vol. 13, S. 299-319
- THE ECONOMIST (2000): Bidding for the Future, Ausgabe vom 12.-18. Februar, S.75-78
- ELSAS, R./KRAHNEN, J.P. (1998): Is Relationship Lending Special? Evidence from Credit-File Data in Germany, Journal of Banking and Finance, Special Issue on Credit Risk Assessment and Relationship Lending, Vol. 22, S. 1283-1316

- FRANKEL, A./MONTGOMERY, J. (1991): Financial Structure: An International Perspective, Brookings Papers on Economic Activity, Vol. 1, S. 257-297
- FRANKFURTER RUNDSCHAU (2000): Riester will Stellung der Betriebsräte stärken, Ausgabe vom 7. März 2000, S. 13
- FRANKS, J./MAYER, C. (1993): German Capital Markets, Corporate Control and the Obstacles to Hostile Takeovers: Lessons from Three Case Studies, Working Paper, London Business School
- FRANKS, J./MAYER, C. (1994): Corporate Control: A Comparison of Insider and Outsider Systems, Working Paper, London Business School
- FRANKS, J./MAYER, C. (1995): Ownership and Control, in: Siebert. H. (Hrsg.), Trends in Business Organization: Do Participation and Co-operation Increase Competitiveness?, Tübingen, S. 171-195
- FRIDERICH, H./PARANQUE, B. /SAUVÉ, A. (1999): Structures of Corporate Finance in Germany and France: A Comparative Analysis for West German and French Incorporated Enterprises with Special Reference to Institutional Factors, in: Annie Sauvé/Manfred Scheuer (Hrsg.): Corporate Finance in Germany and France, Deutsche Bundesbank, S. 73-137
- FUDENBERG, D./TIROLE, J. (1991): Game Theory, Cambridge, Mass.: MIT Press
- FUKAO, M. (1995): Financial Integration, Corporate Governance, and the Performance of Multinational Companies, Washington, D.C.: The Brookings Institution
- HACKETHAL, A. (2000): Banken, Unternehmensfinanzierung und Finanzsysteme, Peter Lang: Frankfurt am Main, im Druck
- HACKETHAL, A./SCHMIDT, R.H. (1999): Financing Patterns: Measurement Concepts and Empirical Results, Working Paper Series: Finance and Accounting, No. 33, Universität Frankfurt
- HACKETHAL, A./TYRELL, M. (1998): Complementarity and Financial Systems – A Theoretical Approach, Working Paper Series: Finance and Accounting, No. 10, Universität Frankfurt
- HALL, R. (1993): A Framework Linking Intangible Resources and Capabilities to Sustainable Competitive Advantage, Strategic Management Journal, Vol. 14, S. 607-618
- HANDWÖRTERBUCHS DES BANK- UND FINANZWESENS (1995): 2. Aufl., W. Gerke/M. Steiner (Hrsg.), Stuttgart: Schäffer-Poeschel
- HANSEN, H. (1994): Die Zusammensetzung von Aufsichtsräten der DAX-Gesellschaften und die Auswirkungen auf ihre Effizienz, Die Aktiengesellschaft, Nr. 11, S. R403-404
- HARHOFF, D./KANE, T.(1997): Is the German Apprenticeship System a Panacea for the U.S. Labor Market?, Journal of Population Economics, Vol. 10. S. 171-196
- HARHOFF, D./KÖRTING, T. (1999): Lending Relationships in Germany – Empirical Evidence from Survey Data, Journal of Banking and Finance, Vol. 22, S. 1317-1353
- HOPT, K.J. ET AL. (1998): Comparative Corporate Governance – The State of the Art and Emerging Research, New York: Oxford University Press
- HOSHI, T. (1998): Japanese Corporate Governance as a System, in K.J. Hopt et al. (Hrsg.): Comparative Corporate Governance – The State of the Art and Emerging Research, New York: Oxford University Press, S.8 47-876
- HOSHI, T. (1994): The Economic Role of Corporate Grouping and the Main Bank System, in: M. Aoki/R. Dore (Hrsg.): The Japanese Firm, New York: Oxford University Press, S. 285-309

- ITOH, H. (1994): Japanese Human Resource Management from the Viewpoint of Incentive Theory, in: M. Aoki/R. Dore (Hrsg.): *The Japanese Firm*, New York: Oxford University Press, S. 233-264
- KAISER, K.M.J. (1996): European Bankruptcy Laws: Implications for Corporations Facing Financial Distress, *Financial Management*, Vol. 25, S. 67-85
- KANDA, H. (1998): Comparative Corporate Governance – Country Report: Japan, in K.J. Hopt et al. (Hrsg.): *Comparative Corporate Governance – The State of the Art and Emerging Research*, New York: Oxford University Press, S. 921-942
- KESTER, C. (1991): *Japanese Takeovers: The Global Contest for Corporate Control*, Boston: Harvard Business School Press
- KING, R./LEVINE, R. (1993): Finance, Entrepreneurship, and Growth, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 32, S. 513-542
- KING, R./LEVINE, R. (1993a): Finance and Growth, Schumpeter Might be Right, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 108, S. 717-737
- KOMMISSION MITBESTIMMUNG (1998): Bertelsmann-Stiftung und Hans-Böckler-Stiftung (Hrsg.): *Mitbestimmung und neue Unternehmenskulturen – Bilanz und Perspektiven, Gütersloh*
- LA PORTA, R./LOPEZ-DE-SILANES, F./SHLEIFER, A./VISHNY, R. (1997): Legal Determinants of External Finance, *Journal of Finance*, Vol. 52, S. 1131-1150
- LA PORTA, R./LOPEZ-DE-SILANES, F./SHLEIFER, A./VISHNY, R. (1998): Law and Finance, *Journal of Political Economy*, Vol. 106, S. 1113-1156
- LA PORTA, R./LOPEZ-DE-SILANES, F./SHLEIFER, A. (1999): Corporate Ownership Around the World, *Journal of Finance*, Vol. 54, S. 471-517
- LEVINE, R. (1997): Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda, *Journal of Economic Literature*, Vol. 35, S. 688-726
- MACDUFFIE, J.P./KOCHAN, T. (1995): Do U.S. Firms Invest Less in Human Resources? Training in the World Auto Industry, *Industrial Relations*, Vol. 34, S. 143-165
- MANN, A. (2000): *Corporate Governance-Systeme: Funktion und Entwicklung am Beispiel von Deutschland und Großbritannien*, Dissertationsentwurf, Universität Frankfurt am Main
- MAYER, C. (1988): New Issues in Corporate Finance, *European Economic Review*, Vol. 32, S. 1167-1188
- MCMILLAN, J. (1990): Managing Suppliers: Incentive Systems in Japanese and U.S. Industry, *California Management Review*, Vol. 32, S. 3 8-55
- MERTON, R. C./BODIE, Z. (1995): A Conceptual Framework for Analyzing the Financial Environment, in D.B. Crane et al. (Hrsg.): *The Global Financial System: A Functional Perspective*, Boston: Harvard Business School Press, S. 3-31
- MILGROM, P./ROBERTS, J. (1990): The Economics of Modern Manufacturing: Technology, Strategy and Organization, *American Economic Review*, Vol. 80, S. 511-528
- MILGROM, P./ROBERTS, J. (1995): Complementarities and Fit: Strategy, Structure, and Organizational Change in Manufacturing, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 19, S. 179-208
- MILGROM, P./ROBERTS, J. (1995a): Continuous Adjustment and Fundamental Change in Business Strategy and Organization, in H. Siebert (Hrsg.) *Trends in Business Organization: Do Participation and Co-operation Increase Competitiveness?*, Tübingen: Mohr, S. 231-259

- MORCK, R./NAKAMURA, M. (1993): Banks and Corporate Control in Japan, Working Paper No. 6-92, Institute for Financial Research, University of Alberta
- OECD(1995): National Systems for Financing Innovation, Paris
- PAPENFUß, H. (1999): Beschreibungsmodi für Finanzsysteme, Disseration, Frankfurt am Main: Peter Lang
- PORTER, M. (1992): Capital Disadvantages, Harvard Business Review, Vol. 70, Sept.-Okt., S. 65-82
- PORTER, M. (1996): What is Strategy?, Harvard Business Review, Vol. 74, Nov.-Dez., S. 61-78
- PRIGGE, S. (1998): A Survey of German Corporate Governance, in K.J. Hopt et al. (Hrsg.): Comparative Corporate Governance – The State of the Art and Emerging Research, New York: Oxford University Press, S. 943-1044
- PROWSE, S. (1995): Corporate Governance in an International Perspective: A Survey of Corporate Control Mechanisms among Large Firms in the U.S., U.K., Japan and Germany, Financial Markets, Institutions & Instruments, Vol. 4, S. 1-63
- RAJAN, R.G. (1996): Why Banks Have a Future: Toward a New Theory of Commercial Banking, Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 8, S. 114-135
- RAJAN, R.G./ZINGALES, L. (1995): What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data, Journal of Finance, Vol. 50, S. 1421-1460
- RAJAN, R.G./ZINGALES, L. (1999): The Politics of Financial Development, unveröffentlichtes Manuskript, University of Chicago, August
- ROCHE, D. (2000): The 'Global' World is Anglo-Saxon; in: Wall Street Journal Europe, 05.01.2000
- ROE, M. (1994): Strong Managers, Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance, Princeton, N.J.: Princeton University Press
- ROE, M. (1996): Chaos and Evolution in Law and Economics, Harvard Law Review, Vol. 109, S. 641-668
- RYBCZYNSKI, T. (1984): Industrial Financial Systems in Europe, U.S. and Japan, Journal of Economic Behaviour and Organization, Vol. 5, S. 275-286
- SAUNDERS, A./WALTER, I. (1994): Universal Banking in the United States, New York: Oxford University Press
- SCHMIDT, R.H./GROHS, ST. (2000): Angleichung der Unternehmensverfassung in Europa – ein Forschungsprogramm, erscheint in: St. Grundmann (Hrsg.): Rechtsangleichung in Europa, Karlsruhe: C.F. Müller
- SCHMIDT, R.H./HACKETHAL, A./TYRELL M. (1999): Disintermediation and the Role of Banks in Europe: An International Comparison, Journal of Financial Intermediation, Vol. 8, S. 36-67
- SCHMIDT, R.H./SPINDLER, G. (1997): Shareholder-Value zwischen Ökonomie und Recht, in: H.-D. Assmann et al. (Hrsg.): Wirtschafts- und Medienrecht in der offenen Demokratie, Freundesgabe für Friedrich Kübler, Heidelberg: C.F. Müller, S. 515-555
- SCHMIDT, R.H./SPINDLER, G. (1999): Path Dependence, Corporate Governance and Complementarity – A Comment on Bebchuk and Roe, Working Paper Series: Finance and Accounting, No. 27, Universität Frankfurt
- SCHMIDT, R.H./TYRELL, M. (1997): Financial Systems, Corporate Finance and Corporate Governance, European Financial Management, Vol. 3, S. 159-187
- SCHNEIDER, D. (1985): Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, 2.Aufl., München und Wien: Oldenbourg

- SHLEIFER, A./VISHNY, R.W. (1997): A Survey of Corporate Governance, *Journal of Finance*, Vol. 52, S. 737-783
- THAKOR, A.V. (1996): The Design of Financial Systems: An Overview, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 20, S. 917-948
- THE NEW PALGRAVE DICTIONARY OF MONEY AND FINANCE (1992): Newman. P./Milgate, M./Eatwell, J. (Hrsg.), London: Macmillan
- TOPKIS, D.M. (1998): Supermodularity and Complementarity, Princeton, N.J.: Princeton University Press
- TYRELL, M. (1999): Kapitalmarkt und Banken – unterschiedliche Formen der Informationsverarbeitung als konstitutives Merkmal, Dissertation, Universität Frankfurt am Main
- WENGER, E./HECKER, R. (1995): Übernahme- und Abfindungsregeln am deutschen Aktienmarkt – eine kritische Bestandsaufnahme im internationalen Vergleich, *ifo Studien – Zeitschrift für empirische Wirtschaftsforschung*, 41. Jg., S. 51-87
- WINKLER, A. (1999): Wirtschaftswachstum und Finanzsystementwicklung, Habilitationsschrift Universität Würzburg
- WÜSTEMANN, J. (1999): Internationale Rechnungslegungsnormen und Neue Institutionenökonomik, Finance & Accounting Working Paper No. 37, Universität Frankfurt am Main

Anhang 1: Ausgewählte Komponenten der zwei Finanzsystemprototypen

Prototypus: *marktorientiertes Finanzsystem* *bankorientiertes Finanzsystem*

A) System der Unternehmensfinanzierung

	Informationsexternalisierung	Informationensinternalisierung
Strukturen des regulatorischen Umfelds	<ul style="list-style-type: none"> Stringente Offenlegungs- und Bilanzierungsvorschriften Ahndung von Insiderhandel Schutz von Minderheitsaktionären 	<ul style="list-style-type: none"> Laxe Offenlegungs- und Bilanzierungsvorschriften Insiderregelungen wenig sanktioniert Schwache Schutzmechanismen
Strukturen des Finanzsektors	<ul style="list-style-type: none"> Dominanz von Kapitalmärkten Trennbanken NBFI unabhängig und sehr wichtig 	<ul style="list-style-type: none"> Kapitalmärkte sind eher unbedeutend Universalbanken sind verbreitet NBFI von Banken abhängig
Strukturen und Muster der Unternehmensfinanzierung	<ul style="list-style-type: none"> Handelbare Finanzierungstitel Streuung des Anteils- und Forderungsbesitzes 	<ul style="list-style-type: none"> Bankfinanzierung Konzentration des Anteils- und Forderungsbesitzes

B) System der Unternehmenskontrolle

	Markt für Unternehmenskontrolle	Unternehmensinterne Mechanismen
Anteilseigner	Ziele der Anteilseigner <ul style="list-style-type: none"> Absicherung des Renditeinteresses Diversifikation 	<ul style="list-style-type: none"> Absicherung des Beziehungsinteresses Kontrollpotential
	Funktionsbedingungen <ul style="list-style-type: none"> Keine Anteilskonzentration Ein-Board System Strenge Kapitalmarktregulierung (z.B. bzgl. des Übernahmekodex) 	<ul style="list-style-type: none"> Hohe Anteilskonzentration Zwei-Board System Laxe Kapitalmarktregulierung
	Tradeoff <ul style="list-style-type: none"> Höhere Liquidität, bessere Risikoallokation 	<ul style="list-style-type: none"> Höhere Kontrollanreize, bessere Informationsausstattung
	Arm's-Length Lending	Relationship Lending
Gläubiger	Ziele der Gläubiger <ul style="list-style-type: none"> Maximaler Ertrag aus jeder einzelnen Transaktion Diversifikation 	<ul style="list-style-type: none"> Maximaler Ertrag aus der langfristigen Beziehung Lock-In des Schuldners
	Funktionsbedingungen <ul style="list-style-type: none"> Wechselnde Kreditbeziehungen Schuldnerorient. Konkursrecht Intervention birgt Risiken Geringe Reorganisationskapazität 	<ul style="list-style-type: none"> Dauerhafte Kreditbeziehungen Gläubigerorient. Konkursrecht Intervention eröffnet Chancen Hohe Reorganisationskapazität
	Tradeoff <ul style="list-style-type: none"> Handlungsfreiheit, Flexibilität 	<ul style="list-style-type: none"> Liquiditätsversicherung, Stabilität
	Outside Opportunities	Inside Influence
Mitarbeiter	Ziele der Mitarbeiter <ul style="list-style-type: none"> Maximaler Marktwert des Humankapitals 	<ul style="list-style-type: none"> Maximaler des Wertes des (spezifischen) Humankapitals innerhalb des Unternehmens
	Funktionsbedingungen <ul style="list-style-type: none"> Geringere Bedeutung v. spez. HK Ausgeprägte <i>exit</i>-Optionen Keine Mitbestimmung Quereinstieg verbreitet Schwacher Kündigungsschutz 	<ul style="list-style-type: none"> Höhere Bedeutung von spez. Humankapital Unvollkommene externe Arbeitsmärkte Faktische Mitbestimmung Interne Beförderungssysteme Starker Kündigungsschutz
	Tradeoff <ul style="list-style-type: none"> Flexibilität, interner Wettbewerb 	<ul style="list-style-type: none"> Bindung und Kooperation
	Outsider Kontrolle	Insider Kontrolle
alle Stakeholder	Funktionsprinzip <ul style="list-style-type: none"> Keine Stakeholdergruppe hat dominanten internen Einfluß oder verfügt über Informationsvorteil Steuerung erfolgt über Märkte 	<ul style="list-style-type: none"> Mehrere Gruppen mit konfliktären Interessen sind einflußreich, gut informiert Steuerung über Kooperation
	Funktionsbedingungen <ul style="list-style-type: none"> Anteilseigner: Markt f. Unternehmenskontrolle/Liquidität Gläubiger: Arm's Length Lending Mitarbeiter: Exit-Optionen 	<ul style="list-style-type: none"> Anteilseigner: Anteilskonzentration/Kontrolle Gläubiger: Relationship Lending Mitarbeiter: Inside Influence
	Tradeoff <ul style="list-style-type: none"> In Konfliktfällen eher Abwanderung als Widerspruch 	<ul style="list-style-type: none"> Intensive interne Austragung von Konflikten

C) System der Unternehmensstrategie

	Strategie der weiten Sprünge	Strategie der kleinen, präzisen Schritte
Funktionsprinzip	<ul style="list-style-type: none"> Flexible Strukturen durch Schaffung und Aurerhaltung von outside-Optionen 	<ul style="list-style-type: none"> Stabile Strukturen durch Einbeziehung aller Beteiligten in die Entscheidungsfindung
Funktionsbedingungen	<ul style="list-style-type: none"> Wenig spezifische Investitionen Geringe Bedeutung impliziter Verträge Geringe Informationsausstattung der Stakeholder Häufige Umfeldveränderungen 	<ul style="list-style-type: none"> Große Bedeutung firmenspezifischer Investitionen Implizite Verträge auf Basis gegenseitigen Vertrauens Gutinformierte Stakeholder Stabilität des Umfelds
Tradeoff	<ul style="list-style-type: none"> Schnelle Anpassungen geringere "Treffgenauigkeit" 	<ul style="list-style-type: none"> Zeitintensivere Anpassung, hohe "Treffgenauigkeit"